



UNIVERSITA' DI PISA

Dipartimento di Economia e Management

Corso di Laurea Magistrale in

"Banca, Finanza Aziendale e Mercati Finanziari"

Tesi di Laurea

**Strumenti innovativi di finanziamento alle PMI
in Italia e nel contesto europeo.**

Il caso BOMI S.p.A.

Relatore

Prof.ssa Maria Cristina Quirici

Candidato

Edmondo Chieffo

ANNO ACCADEMICO 2015/2016

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO 1

LE PMI: PROFILI DEFINITORI E CRITICITÀ DI FINANZIAMENTO

1.1	Il sistema finanziario: da un sistema orientato agli intermediari ad uno <i>market-oriented</i>	3
1.2	Struttura finanziaria delle imprese italiane	9
1.3	La definizione comunitaria di PMI	19
1.4	Il credito bancario nel finanziamento delle PMI	22
1.4.1	Criticità finanziamento bancario alle imprese	22
1.4.2	Razionamento del credito bancario (<i>Credit Crunch</i>)	23
1.4.3	Basilea 3	25
1.4.4	Le nuove regole dell'EBA	27
1.4.5	Migliorare la struttura finanziaria delle PMI operando tramite diversificazione delle fonti di finanziamento	31

CAPITOLO 2

ALCUNI STRUMENTI ALTERNATIVI DI FINANZIAMENTO ALLE PMI RISPETTO AL CREDITO BANCARIO

2.1.	Il <i>Direct fund lending</i>	35
2.1.1.	Caratteri introduttivi	35
2.1.2.	<i>Peer to peer</i>	36
2.1.3.	<i>Factoring e invoice trading</i>	38

2.1.4.	Il <i>crowdfunding</i>	41
2.2.	In particolare: l'<i>equity crowdfunding</i>	42
2.2.1.	Start Up innovativa e PMI innovativa: profili definitori	42
2.2.2.	Le deroghe normative in favore di start-up innovative e PMI innovative	47
2.2.3.	Gli incubatori di impresa	51
2.2.4.	I portali d'investimento online	52
2.2.5.	Gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta	54
2.2.6.	Gli obblighi informativi dei portali online	54
2.2.7.	Percorso di investimento consapevole	56
2.2.8.	Le regole speciali dell'offerta online	57
2.2.9.	Obblighi informativi delle singole offerte online	58
2.2.10.	I rischi dell'investimento	59
2.2.11.	L' <i>equity crowdfunding</i> in Italia	61

CAPITOLO 3

I MINIBOND: STRUTTURAZIONE DELL'OPERAZIONE E PROCESSO DI EMISSIONE

3.1.	Riferimenti normativi	69
3.1.1.	Decreti Sviluppo e Sviluppo bis	69
3.1.2.	Decreto Destinazione Italia e Decreto Crescita e Competitività	79
3.2.	Il Mini-bond: caratteri peculiari	83
3.2.1.	Strutturazione dell'operazione e soggetti interessati	85
3.2.2.	L'emittente <i>Target</i>	88
3.2.3.	Il ruolo dell' <i>Advisor</i>	92
3.2.4.	Imprese e <i>Advisor</i> : sintesi dei compiti	94
3.2.5.	Strutturazione dell'emissione e ruolo dell' <i>Arranger</i>	95

3.2.6.	La valutazione del rischio e l'assegnazione del Rating: la metodologia del gruppo <i>Cerved</i>	101
3.2.7.	Il ruolo delle garanzie	109
3.2.7.1.	<i>Fondo di Garanzia per le PMI</i>	112
3.2.7.2.	<i>SACE</i>	115
3.2.7.3.	<i>Confidi e banche</i>	116
3.2.8.	Gli investitori qualificati	117
3.2.8.1.	<i>Banche</i>	119
3.2.8.2.	<i>Assicurazioni</i>	120
3.2.8.3.	<i>Gestioni patrimoniali e OICVM</i>	121
3.3.	La quotazione dei mini-bond: il mercato ExtraMOT PRO	124
3.3.1.	Gli obblighi antecedenti l'emissione dei mini-bond	124
3.3.2.	Adempimenti strumentali all'accesso al mercato	126
3.3.3.	Gli obblighi informativi	129
3.3.4.	La tempistica del processo di quotazione sul mercato ExtraMOT PRO	130
3.3.5.	Il costo dell'emissione dei mini-bond	132
3.3.6.	Il mercato ExtraMOT PRO: un'analisi quantitativa	134

CAPITOLO 4

AIM ITALIA - MERCATO ALTERNATIVO DI CAPITALE

4.1.	I mercati finanziari per le PMI	145
4.1.1.	Aspetti introduttivi	145
4.2.	Mercato Alternativo del Capitale (MAC)	147
4.2.1.	Requisiti e documenti di ammissione	149
4.2.2.	Processo di quotazione	150

4.2.3.	Soggetti coinvolti	151
4.3.	Il mercato AIM ITALIA	152
4.3.1.	Caratteristiche del mercato AIM ITALIA	152
4.3.2.	Criteri di ammissione	153
4.3.3.	Gli investitori	154
4.3.4.	I vantaggi della quotazione su AIM ITALIA	155
4.4.	AIM Italia - Mercato Alternativo del Capitale	155
4.4.1.	Il processo di quotazione AIM-MAC	158
4.4.2.	Il <i>NomAd</i> e la <i>due diligence</i>	163
4.4.3.	Procedura di ammissione e collocamento	167
4.4.4.	Il mercato AIM Italia oggi	171

CAPITOLO 5

IL FINANZIAMENTO DELLE PMI IN EUROPA

5.1.	Le PMI in Europa	179
5.1.1.	Caratteristiche generali	179
5.2.	La situazione finanziaria delle PMI nell'area euro	181
5.3.	I mercati azionari per le PMI in Europa	191
5.3.1.	<i>AIM UK</i>	191
5.3.1.1	<i>I soggetti coinvolti</i>	192
5.3.1.2	<i>Documentazione per l'ammissione</i> <i>ad AIM UK</i>	194
5.3.1.3	<i>AIM UK oggi</i>	196
5.3.2.	<i>ENTERNEXT</i>	198
5.3.2.1	<i>Informativa al pubblico</i>	200
5.3.2.2.	<i>Documentazione per l'ammissione</i>	201
5.3.3.	<i>ENTRY STANDARD DEUTSCHE BOURSE</i>	202
5.3.3.1	<i>Adempimenti informativi e requisiti</i> <i>di accesso</i>	202
5.3.3.2.	<i>La documentazione per l'ammissione</i> ..	203
5.3.3.3.	<i>Prospettive future</i>	204

5.3.4	<i>La fusione tra LSE Group e Deutsche Boerse</i>	205
5.4.	Un confronto quali-quantitativo tra i mercati europei dedicati alle PMI	208
5.5.	Il finanziamento a lungo termine nell'UE: il <i>Green Paper</i> 2013	216
5.6.	Prospettive future: il <i>Capital Market Union</i>	219

CAPITOLO 6

BUSINESS CASE: BOMI ITALIA S.P.A.

6.1.	Il gruppo BOMI Italia S.p.A.	222
6.1.1.	Ambito economico di riferimento	222
6.1.2.	La storia	222
6.1.3.	Posizionamento globale	225
6.1.4.	Modello di business	227
6.1.5.	Dati societari e prospettive di crescita	227
6.2.	Struttura societaria	232
6.3.	Il Mini-bond Incentivante	233
6.4.	Quotazione su AIM Italia	237
CONCLUSIONI		242
INDICE DEI GRAFICI		248
INDICE DELLE FIGURE		250
INDICE DELLE TABELLE		251
BIBLIOGRAFIA		252
SITOGRAFIA		255
RINGRAZIAMENTI		256

INTRODUZIONE

A seguito della crisi finanziaria del 2008 e quella del debito Sovrano del 2011, l'economia europea ha sofferto pesanti conseguenze in termini di riduzione della capacità produttività, numero di fallimenti societari in crescita, incremento della disoccupazione. È emersa la forte debolezza che caratterizza la struttura finanziaria delle imprese italiane, dipendenti in maniera eccessiva dal canale bancario nella fase di reperimento delle risorse di finanziamento necessarie al proseguo della operatività aziendale. Gli istituti bancari, stretti tra alti tassi di *non performing loans* e gli adempimenti imposti dagli accordi di Basilea, hanno adoperato politiche di riduzione del credito di notevole entità. Il *credit crunch* che ne è conseguito ha compromesso la capacità produttiva delle PMI italiane, che all'interno del contesto economico italiano rappresentano il 90% dell'intera composizione industriale ed occupano ben il 99,99% della forza lavoro impiegata in ambito industriale.

Il seguente elaborato si preoccuperà, partendo da un'analisi descrittiva dei sistemi finanziaria esistenti, di spiegare e analizzare quella che è l'odierna situazione finanziaria delle PMI italiane: una forte sbilanciamento della struttura finanziaria, composta per lo più da debiti finanziari di matrice bancaria, e una cronica sottocapitalizzazione che evidenzia la necessità di operare nel lungo periodo per modificare le abitudini degli imprenditori e degli investitori, spingendo verso un sistema aziendale orientato maggiormente al mercato.

In seconda fase l'elaborato si concentrerà sull'analisi di quelle che ad oggi appaiono come le alternative più valide all'usuale ricorso bancario, del quale non mirano ad essere pieni sostituti ma soluzioni complementari. Verrà introdotto il concetto di *direct fund lending*, con un ampio approfondimento della normativa e degli elementi distintivi dell'*equity crowdfunding*.

Il terzo capitolo si occuperà dell'emissione di titoli obbligazionari sui mercati dedicati alle PMI, meglio noti come mini-bond. Una piccola parentesi spiegherà le nuove riforme e i Decreti Legge introdotti dal Governo a partire dal 2012 per

favorire la disintermediazione bancaria e lo sviluppo di questi strumenti. Il capitolo presenterà un'approfondita spiegazione degli adempimenti e degli obblighi vigenti in capo alla società emittente, *all'Advisor* e ai molteplici soggetti che intervengono negli *step* propedeutici alla quotazione. Concluderà il capitolo una piccola descrizione del mercato ExtraMOT PRO e delle sua situazione attuale.

Il quarto capitolo presenterà l'ultima fonte di finanziamento alternativa a disposizione delle PMI italiane, ossia la quotazione sul mercato borsistico AIM – MAC , gestito e regolato dalla società Borsa Italiana. Verranno descritte le procedure e le tempistiche ante-quotazione, le necessarie modifiche societarie da apportare e la documentazione da predisporre e inviare a Borsa Italiana per conseguire con successo la quotazione e il ruolo di consulente universale che è assegnato al *Nominated Adviser*. Anche in questo caso concluderà il capitolo un'analisi attuale del AIM –MAC.

Proseguendo il discorso relativo alla quotazione delle PMI verranno analizzate le alternative europee: AIM UK (Inghilterra) , *Entry Standard* di *Deutsche Bourse* (Germania) e *EnterNext* (Francia). Sottoponendo gli stessi mercati ad una comparazione numerica, normativa e procedurale con la loro alternativa italiana, si concluderà il capitolo con una breve discussione sui progetti futuri messi in campo dall'UE nei confronti delle PMI a partire dal *Green Paper* del 2013.

Il sesto ed ultimo capitolo dell'elaborato presenterà il business case della società BOMI Italia Spa. Alla presentazione dell'azienda seguirà un'analisi del suo *core business* e dei suoi piani di espansione. Il capitolo si concentrerà però sulle caratteristiche del titolo “innovativo” da loro emesso e le implicazioni strategiche che ne derivano, nonché la successiva quotazione in borsa della società, i risultati dell'*Ipo* e l'utilizzo dei proventi.

L'elaborato si chiuderà valutando la validità delle alternative proposte, cercando al contempo di decretarne il possibile successo e sviluppo per gli anni a venire.

CAPITOLO 1

LE PMI: PROFILI DEFINITORI E CRITICITÀ DI FINANZIAMENTO

1.1. Il sistema finanziario :da un sistema orientato agli intermediari ad uno *market-oriented*

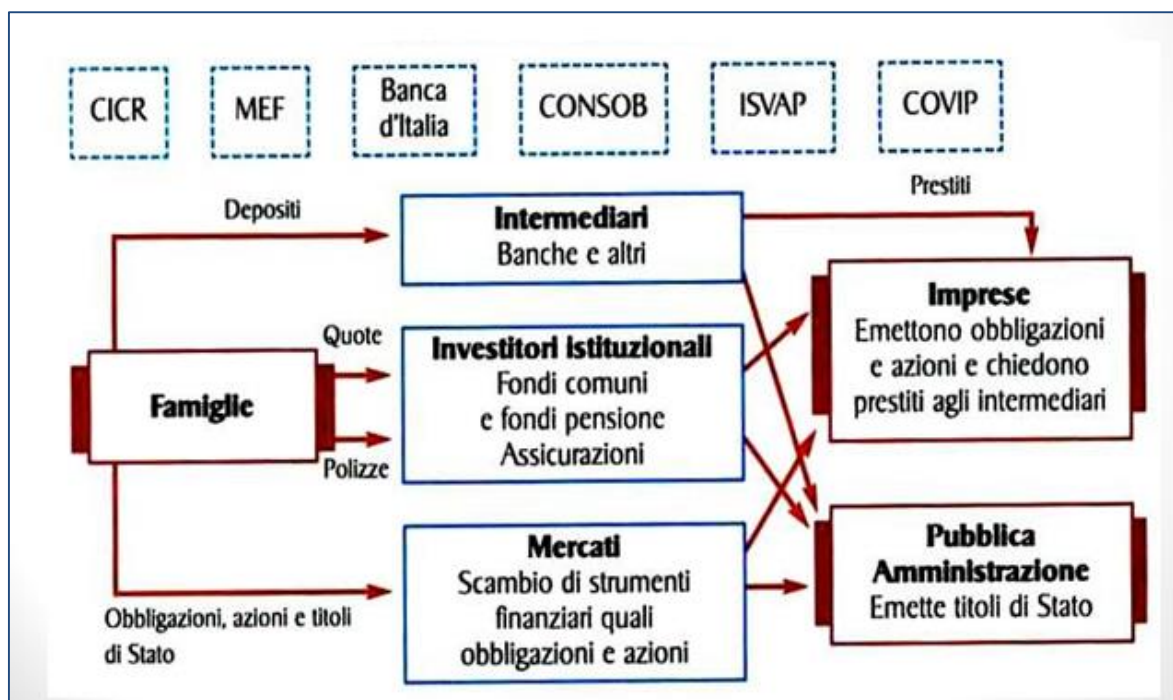
Il sistema finanziario è un'infrastruttura complessa, costituita da intermediari , mercati , strumenti e regole ed opera nell'ambito di un sistema economico svolgendo funzioni fondamentali al suo funzionamento : la funzione monetaria, quella creditizia, la gestione dei rischi e infine la trasmissione della politica monetaria sull'economia reale.

La struttura interna del sistema finanziario si costruisce intorno all'interazione dei vari operatori economici e contribuisce al soddisfacimento dei loro bisogni finanziari : il fulcro di questa infrastruttura è composto da banche ed altri intermediari, investitori istituzionali e mercati. Agli estremi troviamo i soggetti che si rapportano con il sistema finanziario: da un parte le famiglie, le quali detengono i loro risparmi presso istituti bancari o sotto forma di titoli azionari e obbligazionari, o come sottoscrittori di quote di fondi comuni (fondi pensione, fondi d'investimento); dall'altra parte i soggetti che interagiscono con il sistema per ricevere finanziamenti in qualità di prestiti bancari o tramite emissione di azioni e obbligazioni, ossia imprese e società del settore pubblico e privato. Ad espletare la funzione di controllo sul corretto funzionamento del sistema e sull'operato dei soggetti che ne fanno parte troviamo le diverse autorità di vigilanza (Banca d'Italia, Consob, Antritrust, Ivass, Covip) ognuno operante nel suo specifico ambito di competenza (Figura 1).

Oltre alle caratteristiche strutturali , gli elementi più importanti del sistema finanziario sono le già citate funzioni che assicurano l'assunzione e lo svolgimento di fondamentali *compiti* all'interno del sistema economico. In primo luogo osserviamo la funzione monetaria che garantisce il corretto

funzionamento del sistema dei pagamenti , uno degli elementi base della funzionalità degli scambi.¹ Tale funzione è svolta dal comparto bancario: infatti, sono la Banca Centrale e le banche gli unici soggetti preposti fornire agli operatori economici dei mezzi di pagamento attraverso la creazione di proprie passività dotate del requisito di accettabilità e che dunque vengono universalmente accettate come mezzo di pagamento. L'esercizio della funzione monetaria è dunque una caratteristica che distingue gli intermediari bancari da tutte le altre istituzioni finanziarie presenti nel sistema. L'esigenza di ridurre progressivamente i costi e i rischi collegati al regolamento delle transazioni ha consentito l'evoluzione degli strumenti di pagamento nel corso del tempo verso una maggiore efficienza e sicurezza nel regolamento degli scambi.

Figura 1 Struttura schematica del sistema finanziario



Fonte : M. G. Munari, Università di Parma , Economia degli intermediari finanziari

La seconda funzione del sistema finanziario è quella creditizia, anche detta allocativa, si realizza nel trasferimento delle risorse finanziarie nello spazio e nel tempo, tra soggetti in surplus finanziario (i risparmiatori) ai soggetti in deficit

¹ A. FERRARI , E. GUALANDRI , A. LANDI, P. VEZZANI., *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari* , Giappichelli, Torino 2016.

finanziario (investitori) presenti nel sistema economico. La funzione allocativa delle risorse diventa tanto più fondamentale quanto maggiore è la dissociazione fra centri di formazione del risparmio e centri di decisione degli investimenti (meglio nota come *dissociazione risparmio-investimenti*) : tale situazione può verificarsi quando alcuni soggetti (o interi settori istituzionali) si specializzano nella funzione di accumulazione del risparmio e altri nella funzione di investimento. Ciò comporta uno squilibrio tra soggetti che dispongono di risorse ma non hanno intenzione di impiegarle direttamente in attività reali e, all'opposto, altri che hanno progetti di investimento ma non dispongono autonomamente delle risorse di risparmio sufficienti per finanziarli. La caratteristica di questa *dissociazione* è ovviamente la stretta complementarietà tra i soggetti , definibili come datori di fondi e i prenditori di fondi in base ai loro fabbisogni finanziari contrapposti, ai quali viene in aiuto proprio il sistema finanziario che, per il tramite dei suoi circuiti, provvede a soddisfare le rispettive esigenze finanziarie. L'incontro tra unità in avanzo e in disavanzo può avvenire tramite i circuiti diretti, via mercati, e indiretti, con l'intervento di intermediari. Importante è anche la funzione di gestione dei rischi: con essa il sistema finanziario consente di distribuire e trasferire i rischi tra le diverse unità economiche tramite l'utilizzo di specifiche tecniche gestionali (*portfolio management, securitization, ecc.*) e in virtù dell'offerta di strumenti contrattuali ad hoc quali: contratti a termine su merci o su strumenti finanziari, negoziati su mercati organizzati o OTC (mercati non regolamentati aventi contratti e modalità di compravendita non standardizzati) o infine tramite le polizze assicurative. Per ultima , ma non meno importante, è la funzione di trasmissione della politica monetaria sull'economia reale: il sistema finanziario, e quello bancario in particolare, sono il motore del meccanismo di trasmissione degli impulsi della politica monetaria al settore reale dell'economia. L'obiettivo principale della politica monetaria è la stabilità dei prezzi, che viene perseguito tramite variazioni dei tassi di interesse di riferimento o della base monetaria determinando variazioni negli andamenti dei mercati finanziari e reazioni nel comportamento degli operatori economici in termini di consumi e investimenti.

I sistemi finanziari si possono distinguere tra sistemi finanziari orientati alla banca e sistemi finanziari orientati al mercato (*market oriented*). La distinzione si deve al Dott. Rybczynsky ², il quale effettuava tale distinzione in base alla tipologia di strumento finanziario negoziato e al ruolo degli operatori nel definire le regole di funzionamento dei sistemi stessi.

Possiamo affermare che i sistemi finanziari così come li vediamo oggi sono il risultato di uno sviluppo per stadi. Il primo stadio è quello tipico delle economie a basso reddito, arretrate o in via di sviluppo, nelle quali il risparmio è concentrato nelle mani di pochi e il trasferimento alle imprese è di fatto inesistente. Le uniche alternative per finanziare i progetti di investimento aziendale sono l'autofinanziamento o i prestiti personali (da amici, parenti, cambia valute e oggi banche impegnate nel microcredito). Con il progredire del livello di sviluppo compaiono i primi intermediari finanziari, soggetti addetti alla raccolta dei risparmi e alla canalizzazione verso le imprese. Gli intermediari per eccellenza sono le banche la cui attività consiste nel raccogliere depositi più o meno liquidi (a seconda che si tratti di depositi in conto corrente o depositi a risparmio), per trasformarli in prestiti a breve termine alle imprese. Questi prestiti vengono utilizzati per lo più per sopperire alle voci di spesa correnti e costi di produzione (complessivamente definibile come capitale circolante). Le voci di finanziamento del capitale fisso sono garantite attraverso l'autofinanziamento (profitti reinvestiti nell'impresa) e il conferimento di mezzi propri da parte degli azionisti.

Lo *step* successivo, che ci introduce nel terzo stadio di sviluppo prevede la comparsa dei mercati dei capitali e degli intermediari di mercato (*broker, dealer, banche d'investimento*). I mercati dei capitali consentono il trasferimento delle risorse da soggetti in surplus verso soggetti in deficit attraverso nuove categorie di strumenti negoziabili di proprietà (azioni) e di debito (obbligazioni). L'attività delle banche si estende all'erogazione di prestiti a lungo termine e/o

² Tadeusz Rybczynski (1923 – 1998) è stato un economista polacco naturalizzato inglese. Studiò presso la London School of Economics ed è famoso per aver sviluppato il Teorema di Rybczynski nel 1955

l'acquisizione di partecipazioni dirette e permanenti nel capitale delle imprese. L'ultimo stadio di sviluppo prevede la comparsa di nuovi mercati dei capitali (i mercati dei prodotti finanziari derivati) che hanno il compito di favorire il trasferimento dei rischi finanziari. Oltre a questo, aumenta l'importanza dei mercati come fonte di provvista di fondi (diversa dal risparmio delle famiglie) per le banche e gli altri intermediari finanziari (mercati interbancari, emissione di obbligazioni bancarie etc.).

Ulteriore elemento di caratterizzazione del sistema finanziario è il coinvolgimento dello Stato nel finanziamento degli investimenti industriali. Nei paesi anglosassoni tale coinvolgimento appare meno evidente rispetto ai paesi dell'Europa continentale e ciò si riflette, a parità di livello di sviluppo economico. E qui che l'economista Rybczynsky dà un grande apporto alla disciplina economica, identificando tre diversi orientamenti economici³ :

1. Un orientamento “alla banca” nei sistemi finanziari dei paesi dell'Europa Continentale (tra cui l'Italia) e in Giappone.
2. Un orientamento “al mercato” nel sistema finanziario inglese.
3. Un “orientamento preponderante al mercato” nel sistema finanziario statunitense.

Oggi questa distinzione è stata estesa ad un ambito di riferimento più grande che investe i temi dell'efficienza, della competitività e della stabilità.⁴ Esposta l'esistenza dei due modelli di sistema finanziari e averne elencato gli stadi di sviluppo, è necessario spiegarne anche le principali caratteristiche . Partendo dal sistema finanziario costruito intorno alla banca (ossia *bank based*), si può affermare che è costruito essenzialmente sulla prudenza , in quanto vengono preferiti metodologie di finanziamento classiche, *tailor made*, indirizzate alla diretta soddisfazione del cliente. Questa sua capacità di fare da

³ T. M. RYBCZYNSKY , E. GARDNER , P. MOLINEUX , «*Investment Banking: Its Evolution and Place in the System*», in *Investment Banking, Theory and Practice*, Euromoney, Londra 1996..

⁴ Nell'ambito di questa visione estesa, le caratteristiche principali dei sistemi finanziari orientati al mercato sono: 1. concorrenza elevata tra gli intermediari finanziari ; 2. Netta distinzione tra banche commerciali e banche d'investimento; 3. allocazione efficiente delle risorse; 4. Maggiore esposizione al rischio di instabilità finanziaria;

garante alle esigenze di liquidità della clientela consente di ridurre i costi di attività ma anche di ridurre al minimo l'esposizione al rischio di instabilità finanziaria. Tra i difetti di un sistema *bank based* troviamo sicuramente la limitata concorrenza tra gli intermediari che si trovano ad operare in un sistema dove gli investimenti innovativi sono fortemente limitati e l'operatore tipo è la banca universale, una tipologia di istituto finanziario che è capace di svolgere con le sue strutture interne sia le funzioni tipiche di una banca commerciale⁵ che quella tipiche di una d'investimento⁶. L'allocazione delle risorse in questa tipologia di sistema è altamente inefficiente a causa dell'assenza di strumenti per la valutazione oggettiva e corretta degli investimenti.

I sistemi *market based* sono sistemi basati sul mercato e godono di un'alta competitività, come risultato del grande numero di interazioni che si hanno quotidianamente tra la moltitudine di operatori finanziari che si trovano ad operare in esso. A differenza di quello bancocentrico è netta la distinzione tra banche commerciali e banche di investimento. L'allocazione delle risorse è efficiente grazie al meccanismo di formazione dei prezzi e quello di valutazione *mark to market*⁷, che riflettono nel valore di un determinato titolo o strumento finanziario tutte le informazioni più recenti e i dati disponibili. Questa maggiore reattività del mercato, se confrontato con l'operatività tipica di un istituto bancario, rende i sistemi *market based* più aperti all'innovazione e agli investimenti in ricerca e sviluppo.

Oggi sempre più questa distinzione tra diversi sistemi finanziari va assottigliandosi essendo prevalsa una logica di mercato: gli intermediari sono sempre più collegati tra loro o interrelati tramite partecipazioni e operazioni di finanza straordinaria. Restringendo la prospettiva d'osservazione alle imprese

⁵ Le banche commerciali sono specializzate nella raccolta di depositi e nell'erogazione di prestiti a breve termine.

⁶ Le banche d'investimento sono specializzate nella raccolta a lungo termine e nell'acquisizione diretta, o nell'intermediazione di partecipazioni azionarie e prestiti obbligazionari.

⁷ Mark to market è il metodo di valutazione in base al quale il valore di uno strumento o contratto finanziario è sistematicamente aggiustato in funzione dei prezzi correnti di mercato.

presenti sul territorio nazionale è possibile effettuare una distinzione in base ai vari *business model* tra:

1. Modello renano-nipponico: tipico di Germania e Giappone , in realtà applicabile a tutta l'Europa Continentale. Il sistema finanziario è orientato agli intermediari e le imprese prediligono i classici strumenti di finanziamento. Poca apertura ai mercati e al capitale obbligazionario e una grande influenza delle banche nella gestione delle imprese, garantiscono in questo sistema la possibilità di operare strategie di finanziamento e maggiore stabilità della proprietà (il potere economico è molto accentrato e gli azionisti di minoranza godono di scarsa tutela).
2. Modello anglosassone: tipico della Gran Bretagna e degli Stati Uniti, il mercato è al centro del sistema. Tipica struttura delle imprese è la *public companies* dove l'azionariato è diffuso ed è netta la separazione tra proprietà e gestione. Vengono poste in atto per lo più strategie di breve termine per garantire *pay –out* veloci e prevenire il take over manageriale.

1.2. Struttura finanziaria delle imprese italiane

La struttura finanziaria di un'impresa identifica la composizione del capitale necessario a svolgere un' "*attività economica professionalmente organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o servizi*"⁸, evidenziando la componente propria da quella di terzi.

La struttura finanziaria mette in mostra anche quelle che sono le molteplici alternative intraprese dagli imprenditori per sopperire al fabbisogno finanziario dell'impresa. Oltre alle risorse apportate dai soci proprietari in sede di costituzione abbiamo altre possibili forme di copertura e soddisfacimento del fabbisogno finanziario di un'impresa:

1. L'autofinanziamento.
2. I capitali immessi dai soci.

⁸ Definizione di impresa ai sensi dell'articolo 2082 del codice civile.

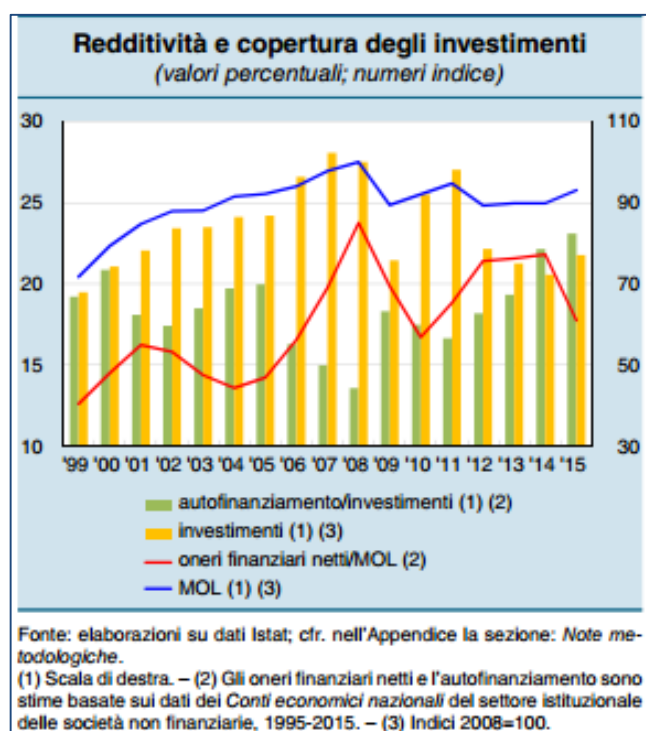
3. La dismissione di asset patrimoniali non strategici.
4. I finanziamenti pubblici e quelli intragruppo.
5. Finanziamenti bancari.
6. Strumenti del mercato dei capitali di rischio e/o di debito.

L'autofinanziamento è la capacità dell'impresa di dotarsi dei mezzi finanziari necessari alla copertura di una parte del fabbisogno finanziario generato dalla gestione usufruendo degli utili netti generati nell'esercizio e non distribuiti ai soci sotto forma di dividendi. L'autofinanziamento rimane una delle forme preferite dal management in quanto a libera disposizione di utilizzo nonché garante nei confronti dei mercati di una gestione positiva dell'azienda. La situazione economica attuale dimostra un miglioramento in corso rispetto agli anni precedenti: le imprese italiane hanno fatto un maggior ricorso alle risorse interne per soddisfare le loro necessità di finanziamento grazie soprattutto a una consistente riduzione dei debiti finanziari e a un significativo incremento della liquidità delle imprese, pari rispettivamente a 31 e 26 miliardi⁹. Negli anni precedenti infatti, le politiche di austerità accompagnate da una drastica riduzione della domanda di beni e servizi, avevano aggravato la situazione economica delle imprese a tal punto da rendere l'autofinanziamento una fonte instabile di finanziamento.

È solo a partire dal 2013 che il miglioramento della situazione economica e il calo dei tassi di interesse hanno comportato un miglioramento significativo: sono ben il 70% , sul totale osservato , le imprese che hanno chiuso l'ultimo esercizio in utile. (Grafico 1).

⁹ Relazione Annuale Banca D'Italia 2015 - 2015

Grafico 1 - Reddittività e copertura investimenti imprese italiane



Fonte : Banca d'Italia, 2015

*L'inside equity*¹⁰ è una forma di finanziamento poco utilizzata in Italia. Ha carattere straordinario, poco si adatta alle imprese italiane sottocapitalizzate e con accesso al mercato dei capitali di rischio basso o quasi nullo. Ulteriore forma di finanziamento per le imprese è la dismissione di asset non strategici: la vendita, a carattere straordinario, di attività no-core ottimizza la gestione delle risorse interne all'azienda ma può condurre nel fenomeno di *market liquidity risk*, dove si dimettono asset aziendali con buone capacità di profitto.

I finanziamenti pubblici rappresentano anch'essi sempre più un'alternativa alle fonti di finanziamento tradizionali soprattutto in riferimento alle start-up innovative: infatti dal 2012 grazie al *DL 179/2012*, convertito dalla *L. 221/2012*, a tutte le imprese idonee all'iscrizione nell'apposita sezione speciale del registro delle imprese riservato alle aziende altamente innovative ed ad alto potenziale di

¹⁰Finanziamenti a titolo di capitale di rischio apportati da soci amministratori, soggetti che dispongono di informazioni privilegiate rispetto al mercato o a soci non amministratori (c.d. *outside equity*) che emettono segnali positivi al mercato per la dimostrazione di fiducia nell'azienda che gestiscono.

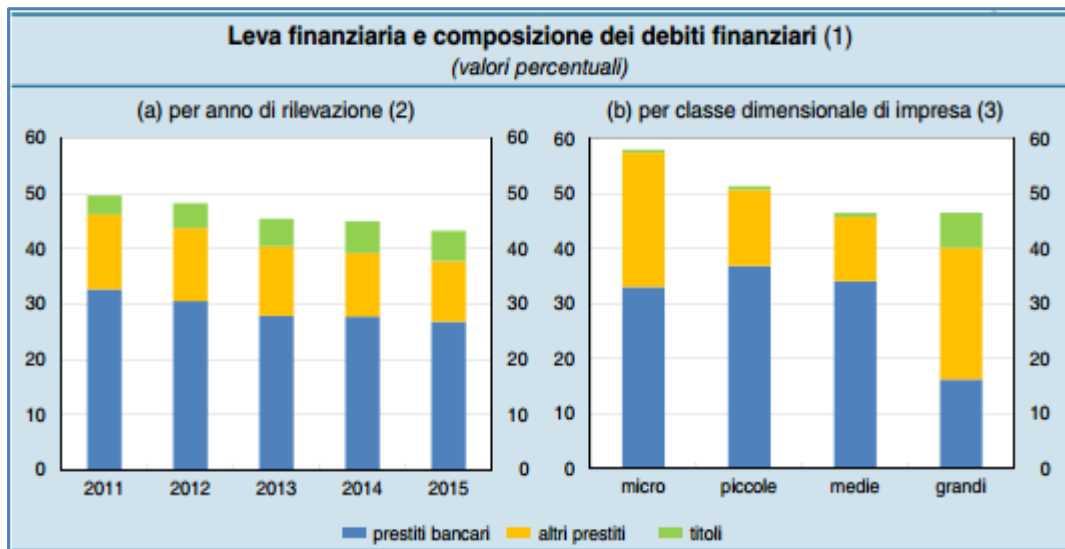
crescita (come avremo modo di trattare approfonditamente nel capitolo 2), vengono concessi numerose agevolazioni fiscali , un abbattimento degli oneri amministrativi e facilitazioni nell'accesso a finanziamenti esterni (ad esempio la garanzia pubblica dal Fondo centrale di garanzia). Diversa è la questione riguardante i finanziamenti infragruppo che sono quasi del tutto assenti nel panorama italiano per la esigua presenza di holding e grandi gruppi imprenditoriali.

I finanziamenti bancari rappresentano ancora oggi la fonte di finanziamento preferito dalle imprese italiane. Questa particolarità è sicuramente riconducibile alle caratteristiche di *governance* delle imprese italiane dove il controllo è quasi sempre di tipo familiare e si osserva un'alta concentrazione delle quote di proprietà in mano a pochi individui: *“il controllo dell'azienda è esercitato direttamente o indirettamente da una persona fisica o da una famiglia in più del 70 per cento dei casi. Le imprese adottano un modello di finanziamento tradizionale, basato principalmente su credito bancario e risorse proprie”*¹¹.

Le imprese italiane sono caratterizzate da una configurazione proprietaria chiusa, dove il ruolo centrale della gestione manageriale è tutto in capo al nucleo familiare. La possibilità di introdurre capacità e conoscenze manageriali esterne, con l'intento di ridurre il gap competitivo in campo operativo rispetto alle concorrenti europee e non, non viene visto di buon grado dalla proprietà in quanto a prevalere è la paura della perdita del controllo patrimoniale e amministrativo dell'impresa. Un ulteriore conseguenza di questo fenomeno è sicuramente la scarsa apertura al mercato del capitale di rischio che annulla di fatto i conflitti tra la proprietà e i finanziatori, aprendo la strada al “banco-centrismo” e rendendo il canale bancario la fonte predominante di finanziamento per le imprese italiane. Si assiste quindi da una parte ad una sovraesposizione verso il sistema bancario e dall'altra ad un sottodimensionato del mercato azionario europeo.

¹¹ Istat, *Rapporto annuale 2015* , Roma 2015.

Grafico 2 - Leva finanziaria e composizione dei debiti finanziari delle imprese italiane 2011-2015



Fonte : Banca D'Italia, Conti Finanziari e Rapporto *Cerved*.

Pur essendosi ridotto nell'ultimo quinquennio, la percentuale dei prestiti bancari sul totale dei debiti finanziari rimane comunque alta, essendo passata dal 32 per cento al 28% del 2015 . Rimane basso ma costante il ricorso al mercato azionario (3-4%). Risulta interessante osservare come la stessa analisi, espressa in termini di dimensione aziendale, dimostri il grande ricorso delle PMI al canale bancario e ad altre forme di prestito (società di leasing , factoring, prestiti infragruppo e cartolarizzati), mentre contemporaneamente il ricorso al mercato azionario e obbligazionario rimane ad appannaggio esclusivo delle grandi imprese (Grafico 2).

Per quanto concerne la dinamica creditizia nel 2015 si è assistito ad una crescita della concessione di prestiti alle imprese, con un trend che si è mantenuto stabile anche nella prima parte del 2016. A favore di questa crescita sono state per lo più le grandi imprese , mentre le imprese ad alta specializzazione settoriale o con una situazione finanziaria più fragile, elementi tipici delle piccole imprese, continuano a soffrire di una contrazione nell'ordine del 2.5%. La concessione di prestiti alle imprese ha continuato a risentire della debolezza della domanda di finanziamenti, che ha riflesso la dinamica ancora discontinua degli investimenti e

la contenuta richiesta di capitale circolante (Tabella 1).

Tabella 1 - Credito alle imprese

Credito alle imprese (1) (dati di fine periodo; valori percentuali)					
VOCI	Variazioni percentuali sui 12 mesi				Composizione percentuale
	2013	2014	2015	marzo 2016	marzo 2016
Banche					
Attività economica					
Manifattura	-6,1	0,0	1,6	1,4	22,0
Costruzioni	-4,5	-3,0	-3,1	-3,2	15,0
Servizi	-6,8	-2,1	0,3	0,3	33,6
Attività immobiliari	-3,2	-3,1	-1,8	-1,8	11,6
Altro	-4,7	-2,1	-4,1	-2,1	9,3
Dimensione					
Imprese piccole (2)	-4,0	-2,3	-2,5	-2,5	17,2
Imprese medio-grandi	-5,3	-1,8	-0,3	-0,1	74,3
Totale	-5,1	-1,9	-0,7	-0,5	91,5
Società finanziarie					
Leasing	-4,2	-2,8	-3,8	-3,5	6,0
Factoring	-6,2	-4,1	4,0	3,7	1,8
Altri finanziamenti	4,4	-0,4	-8,9	-10,5	0,7
Totale	-4,2	-3,1	-2,7	-2,7	8,5
Banche e società finanziarie					
Totale	-5,0	-2,2	-0,9	-0,7	100,0

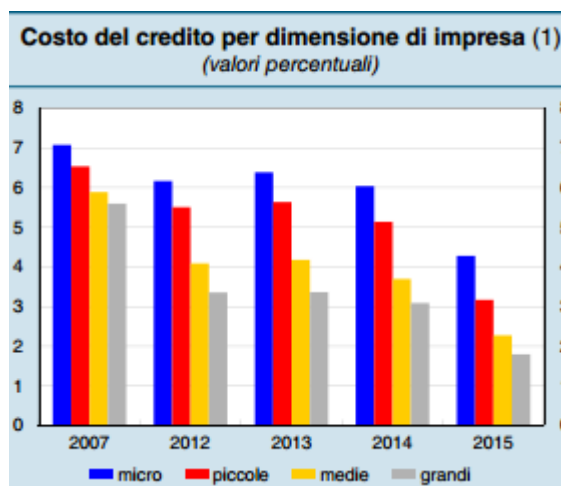
Fonte : Relazione annuale Banca D'Italia , Roma 2015

A mitigare questa una situazione nel complesso non soddisfacente, sono intervenute diverse forme di sostegno finanziario sia tramite gli interventi del Fondo centrale di garanzia e della Cassa depositi e prestiti, nonché dagli accordi di sospensione parziale del rimborso dei prestiti che hanno indirizzato verso le piccole imprese oltre 110 miliardi di euro tra il 2009 e il 2015¹². Nonostante la persistente difficoltà di accesso al credito per le PMI, va sottolineato però anche che contestualmente si è assistito ad una riduzione del costo del credito (in termini di differenziale di tasso sui nuovi finanziamenti rispetto alla media dell'area dell'euro) grazie alla politica monetaria fortemente espansiva messa in atto dalle autorità monetarie europee. Come espresso nella Grafico 3 , la quota di imprese che hanno dichiarato di non aver ottenuto, in tutto o in parte, si è ridotta fino al 6% e al 12% rispettivamente.

¹² Banca D'Italia, *Relazione annuale 2015*, Roma 2015 pagg.67-68

Rimane invece, un differenziale di ben due punti percentuali tra i tassi applicati alle PMI e alle imprese più grandi.

Grafico 3 - Costo del credito per dimensione di impresa



Fonte : Elaborazione dati su Relazione annuale Banca D'Italia e rapporto Cerved , 2015.

Per gli anni a seguire dal punto di vista del credito , in caso di una ripresa a livelli modesti e un ritorno della rischiosità del credito su livelli ordinari, ci si attende un maggiore intervento pubblico alle imprese in difficoltà di accesso ai finanziamenti (soprattutto microimprese).

Il ricorso al mercato obbligazionario in Italia è una esclusiva delle grandi imprese come già visto nella precedentemente nell'analisi della Grafico 2, risultando marginale, se non nullo, per imprese di piccole e medie dimensioni. In termini percentuali le obbligazioni si attestano al 13% sul totale dei debiti finanziari, un valore in linea con quello europeo ma inferiore a quello inglese e a quello francese¹³. Ma mentre il mercato inglese si basa su un sistema *market-based* , quindi fortemente indirizzato al mercato, la distanza che separa il ricorso al credito obbligazionario delle imprese italiane rispetto a quelle francese è una questione prettamente culturale e di tessuto imprenditoriale: nello scenario nazionale il numero di aziende quotate e di grande dimensione è limitato e la conoscenza e la propensione a usufruire di canali alternativi è scarsa. Basta

¹³ 26% Inghilterra e 41% Francia – Fonte : M. ACCORNERO , P. FINALDI RUSSO, G. GUAZZAROTTI , V.NIGRO , *First-time corporate bond issuers in Italy*, in Questioni di economia e finanza, Banca d'Italia, Roma 2015.

sottolineare che tra il 2012 e il 2015 il ricorso a strumenti di finanziamento alternativi per le piccole e medie imprese (si pensi ai mini-bond), è stato relativamente scarso (circa 120 emissioni) e nonostante le nuove norme e agevolazioni fiscali messe in pratica dal governo, la percentuale di imprese che non ha la minima conoscenza di questi strumenti si attesta ancora al 40% del totale¹⁴. Un mancato sviluppo di questi strumenti potrebbe rappresentare un passo falso per tutto il settore industriale italiano essendo alto l'interesse delle banche e degli investitori istituzionali italiani per le nuove opportunità di investimento offerte dal mercato dei mini-bond : le quote detenute tra il 2013 e il 2015, da parte di investitori e banche nazionali, sono aumentate, rispettivamente, dal 13 al 17 per cento e dal 17 al 23 per cento.

Nel corso del 2015 il volume totale delle emissioni obbligazionarie è lievitato fino a 30 miliardi grazie anche alla decisione della BCE di ampliare il programma di acquisto titoli anche alle società non bancarie. Valori in crescita ma che mostrano comunque un disallineamento con la media europea in un mercato dove lo sviluppo degli intermediari è molto scarso, elemento che non incentiva la partecipazione degli investitori alle operazioni di emissione, e anche per un basso ricorso delle imprese stesse a questo tipo di fonte di finanziamento: la possibilità di ricorrere ad un'emissione di titoli di debito, con lo scopo di finanziare progetti di crescita, dipende essenzialmente dalla reputazione e la trasparenza dell'azienda nei confronti degli investitori e dall'equilibrio delle sue condizioni economiche e patrimoniali, tutti fattori che attualmente in Italia vengono soddisfatti da un numero esiguo di imprese.

Terminiamo l'analisi della struttura finanziaria delle imprese italiane soffermandoci sul ricorso al capitale di rischio, sia tramite quotazione che aumenti di capitale, come fonte di finanziamento. Nel 2015 le migliori condizioni del mercato hanno concesso un miglioramento della struttura patrimoniale delle imprese (con flussi netti di capitali pari a 28 miliardi) e un numero stabile di nuove quotazioni, in linea con quello del 2014. Il

¹⁴ *Rapporto Invid 2015*, Invid, Milano 2015

miglioramento delle voci in bilancio relative al patrimonio netto è dovuto, nella maggior parte dei casi, alla presenza degli incentivi fiscali previsti dall’Aiuto alla crescita economica (ACE) messi in campo dal governo per favorire una maggiore capitalizzazione delle imprese (Tabella 2). Un ricorso più esteso a questa agevolazione è stato ostacolato dalla scarsa conoscenza dello strumento poiché addirittura un terzo delle imprese, soprattutto di piccola dimensione, ne ignorava l’esistenza.

Gli investimenti da parte di società di *equity* e venture capital in capitale di rischio sono aumentati del 30% rispetto al 2014, ben 4,6 miliardi su 342 operazioni totali. Poche le operazioni di investimento in imprese *early stage*¹⁵ (circa il 2% del totale) mentre la maggior parte delle risorse vanno a favore di operazioni di *leverage buy-out*¹⁶. Il ritardo in termini di finanziamento con capitale di rischio a piccole imprese ad alto tasso di innovazione e incentrate su operazioni ad alto contenuto tecnologico impone una crescita delle misure di sostegno pubblico atte a recuperare il ritardo di crescita accumulato nei confronti dei mercati internazionali.

¹⁵ L'*early stage* è la fase iniziale d’investimento nella vita di un’impresa. È un periodo che comprende le operazioni di *seed*, quelle di startup e quelle di *first stage*.

¹⁶ Dati AIFI 2015

Tabella 2 - Attività e passività finanziarie delle imprese

Attività e passività finanziarie delle imprese (1)					
(milioni di euro e valori percentuali)					
VOCI	Consistenze di fine periodo			Flussi	
	2015	composizione percentuale		2014	2015
		2014	2015		
ATTIVITÀ					
Biglietti e depositi	313.502	17,4	18,7	13.764	26.250
Titoli	61.214	3,9	3,6	-4.267	1.707
di cui: pubblici italiani	49.365	3,1	2,9	2.614	-1.041
Azioni e partecipazioni	566.326	34,0	33,7	49.571	11.791
Crediti commerciali	580.835	35,0	34,6	-38.864	15.515
Altre attività (2)	158.327	9,7	9,4	4.854	-2.509
Totale attività	1.680.204	100,0	100,0	25.058	52.754
di cui: sull'estero	455.420	27,5	27,1	20.518	1.811
PASSIVITÀ					
Debiti finanziari	1.278.915	36,4	34,8	2.344	-31.215
Prestiti bancari	793.495	22,5	21,6	-7.768	-11.629
Altri prestiti (3)	322.920	9,2	8,8	6.232	-17.795
Titoli	162.500	4,7	4,4	3.880	-1.791
Azioni e partecipazioni	1.677.040	44,5	45,7	29.560	27.937
Debiti commerciali	518.427	13,8	14,1	-36.117	20.272
Altre passività (4)	198.471	5,3	5,4	1.072	4.312
Totale passività	3.672.853	100,0	100,0	-3.140	21.306
di cui: sull'estero	590.278	15,3	16,1	19.619	15.148
SALDO	-1.992.649			28.199	31.448

Fonte : Elaborazione dati su Relazione annuale Banca D'Italia, Roma 2015.

Nonostante il graduale processo di miglioramento e riequilibrio della struttura finanziaria messo in atto dalle imprese italiane, nel confronto internazionale in Italia viene ancora largamente preferito il canale bancario come fonte di finanziamento. Solo le grandi imprese si stanno allineando alle caratteristiche delle imprese dell'area Euro, modificando le loro strategie di finanziamento e preferendo il canale obbligazionario ai prestiti. Diversa la questione delle piccole imprese che si sono trovate soffocate da un lato dal razionamento del credito del sistema bancario, conseguenza dell'inasprimento dei criteri di valutazione del merito creditizio, e dall'altro impossibilitate nell'impostare nuove emissioni obbligazionarie a causa di elevati costi e normative penalizzanti.

È proprio in questa ottica che il Governo si sta muovendo, adottando provvedimenti con l'esplicita intenzione di favorire ed estendere l'accesso a canali alternativi di finanziamento anche le piccole e medie imprese italiane.

1.3 La definizione comunitaria di PMI

Col procedere negli anni da parte delle Autorità europee verso la creazione di un mercato unico europeo, si è evidenziato la necessità in modo unico e universalmente accettato, di definire e identificare quali fossero le caratteristiche elementari delle piccole e medie imprese. La questione nasceva soprattutto in riferimento alle politiche fiscali e agevolative messe in campo europeo e nazionale dai diversi Stati membri che si costruivano su definizioni dimensionali e economiche tra loro incoerenti. Di conseguenza per mettere in atto politiche di sviluppo mirate e con maggiore efficienza si è reso necessario rivedere i vecchi criteri di identificazione che consentissero un maggiore e più preciso inquadramento giuridico delle PMI europee.

La questione viene risolta nella “*Raccomandazione della Commissione Europea del 6 maggio 2003*”¹⁷ (rivista e aggiornata nel 2015), nella quale tutte quelle entità che esercitano un’attività economica, a prescindere dalla loro forma giuridica, vengono considerate come impresa : vanno ad esempio considerate impresa anche le entità che svolgono attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che svolgono regolarmente un’attività economica.¹⁸ La classificazione viene effettuata in base a due criteri : uno, primario, che si riferisce al numero degli occupati (nella raccomandazione anche definito *degli effettivi*) e ad un secondo criterio di tipo finanziario, che costituisce il complemento necessario per apprezzare la vera importanza di un’impresa, i suoi risultati e la sua situazione rispetto ai concorrenti, espresso dal fatturato unitamente al bilancio, riflettendo in tal modo l’insieme degli averi di un’impresa¹⁹.

Con precisione: le “micro” imprese sono organizzazioni che occupano meno di 10 persone e realizzano un fatturato annuo di 2 milioni oppure un totale di bilancio annuo non superiore a 2 milioni di Euro. Per “piccole” imprese

¹⁷ *Raccomandazione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese [notificata con il numero C(2003) 1422]* , Gazzetta Ufficiale , Roma , Maggio 2003

¹⁸ Art. 3 , *Raccomandazione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese [notificata con il numero C(2003) 1422]* , Gazzetta Ufficiale , Roma , Maggio 2003 pagg. 1422

¹⁹ Art 4., *Raccomandazione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese [notificata con il numero C(2003) 1422]* , Gazzetta Ufficiale , Roma , Maggio 2003).

s'intendono quelle con meno di 50 dipendenti ed un fatturato annuo o uno stato patrimoniale annuo inferiore a 10 milioni di Euro, mentre per "medie" si intendono le imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a 50 milioni di Euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale inferiore a 43 milioni di Euro. Infine, per grandi imprese si considerano quelle con più di 250 dipendenti ed un fatturato annuo uguale o superiore a 50 milioni di Euro o un totale dell'attivo dello stato patrimoniale uguale o superiore a 43 milioni di Euro.

Tabella 3 - Classificazione PMI

PARAMETRI DA RISPETTARE		MICRO IMPRESE	PICCOLE IMPRESE	MEDIE IMPRESE
1	DIPENDENTI inferiore a (numero)	10	50	250
2	FATTURATO (*) Pari o inferiore a (milioni di EURO)	2	10	50
	OPPURE TOTALE ATTIVO (*) PATRIMONIALE Pari o inferiore a (milioni di EURO)	2	10	43
(*) Occorre rispettare ALMENO UNO dei due parametri.				

Fonte : www.eurofidi.it

Dal rapporto *Cerved* 2015 si evince che a soddisfare i requisiti di PMI sono 137.046 società, tra le quali 113.387 rientrano nella definizione di “piccola impresa” e 23.659 in quella di “media impresa”. Queste società, che rappresentano più di un quinto (il 22%) delle imprese che hanno depositato un bilancio valido, occupano 3,9 milioni di addetti, di cui oltre la metà in aziende piccole. Le PMI realizzano un volume d'affari pari a 838 miliardi di euro, un valore aggiunto di 189 miliardi di euro (pari al 12% del PIL) e hanno contratto debiti finanziari per 255 miliardi di euro. Rispetto al complesso delle società non finanziarie, pesano per il 36% in termini di fatturato, per il 30% in termini di debiti finanziari. Nel corso del 2014, come analizzato dal Rapporto, sono andati diminuendo i fallimenti e le procedure concorsuali non fallimentari e il saldo tra nuove imprese registrate e imprese chiuse è ritornato positivo. Nell'ultimo semestre i segnali del mercato indicano in più settori che la ripresa è in atto:

crescono di numero le nuove società, soprattutto le S.r.l. semplificate, mentre le imprese che sono in fase di crescita o hanno concluso processi di sviluppo dimensionale si presentano con una struttura economica e finanziaria più forte, soprattutto quelle passate da microimpresa a PMI che sono più produttive e più solide finanziariamente.²⁰

Tra il 2014 e il 2015 sono migliorate le voci economiche : sono diminuite a 13,5 giorni i ritardi medi accumulati nei pagamenti ma permangono elementi di svantaggio in termini di accesso al credito rispetto alle grandi imprese. L'effetto positivo della ripresa sui conti economici non si è ancora riverberato sull'occupazione delle PMI, mentre ci sono timidi segnali di ripresa sul fronte degli investimenti: il numero di dipendenti delle PMI è infatti diminuito dell'1,9% tra 2013 e 2014, a causa dei tagli operati dalle piccole imprese (-3,8%), mentre il numero di dipendenti delle medie è rimasto stabile al livello dell'anno precedente. Per quanto riguarda gli investimenti materiali delle PMI si sono ridotti in modo consistente fino al 2013, con una lieve inversione nel 2014.

Una valutazione più completa della situazione economica delle piccole e medie imprese rispetto alle concorrenti europee dimostra ancora una volta che gli elementi di debolezza più forti sono concentrati nella struttura finanziaria: un'eccessiva esposizione al capitale di debito (di matrice per lo più bancaria) e conseguenza di questo una sottocapitalizzazione forte se confrontato con la situazione europea. Ovviamente un basso ricorso al capitale proprio come fonte di finanziamento conduce inevitabilmente ad affidamenti maggiori al canale bancario, costringendo le imprese a maggiori costi per il reperimento di capitale e a una debolezza strutturale di difficile reversibilità. Maggiore indebitamento significa anche una struttura dei costi più rigida e un rischio finanziario più elevato, tutti elementi che non consentono l'attuazione di progetti di sviluppo e determinano scarsa competitività e alta probabilità di incappare in situazione di insolvenza o difficoltà.

²⁰ *Rapporto Cerved 2015* , Cerved Group, Milano 2015

1.4. Il credito bancario nel finanziamento delle PMI

1.4.1. Criticità finanziamento bancario alle imprese

Sempre di più negli anni la relazione che si è instaurata tra le banche e le PMI italiane è divenuta simbiotica legando da una parte, indissolubilmente, il valore degli *asset* bancari all'andamento delle imprese finanziate, mentre dall'altra la sorte nonché le capacità economiche delle imprese stesse alle volontà e disponibilità creditizie degli istituti bancari.

Questa situazione ha generato negli anni il fenomeno del pluri-affidamento²¹ a cui sono ricorse le singole imprese per far fronte alle loro necessità creditizie ma allo stesso tempo tutto ciò le ha private di una corretta e dettagliata pianificazione finanziaria pluriennale; va aggiunto inoltre, l'incapacità delle banche di riconoscere le relazioni che venivano ad instaurarsi alla base dei loro rapporti commerciali banca-impresa e porsi singolarmente, o insieme ad altri istituti, come riferimento per eventuali operazioni di ristrutturazione o rilancio aziendale. La mancanza di una pianificazione puntuale dei rapporti banca-impresa è dovuta anche a una reportistica informativa molto spesso debole e povera di elementi fondamentali, che non consentono un'analisi dettagliata della situazione aziendale: poca trasparenza, opacità informative e asimmetrie non raramente hanno condotto o accentuato crisi aziendali facilmente individuabili o risolvibili con maggiore anticipo.

Le banche hanno mancato di capacità organizzativa, evitando analisi annuali e puntuali degli affidamenti, ma hanno mancato soprattutto nella creazione e mantenimento di un clima di fiducia alla base dei loro rapporti banca-impresa. Queste criticità dovute ad un eccessivo indebitamento bancario hanno mostrato tutta la loro pericolosità in concomitanza di una congiuntura economica non favorevole: quando il fallimento di grandi gruppi bancari nel 2008 ha portato il panico tra i vari operatori economici, i flussi finanziari si sono arrestati rendendo

²¹ Il pluri-affidamento è la tecnica finanziaria con la quale un'impresa mantiene contemporaneamente più relazioni con differenti istituti di credito. Si tratta di una caratteristica peculiare del mercato bancario italiano, che risponde alle esigenze sia delle aziende sia delle banche: le prime possono evitare che le banche impongano condizioni contrattuali più onerose; le seconde, in un contesto in cui la trasparenza informativa non è l'obiettivo prioritario, sono in grado di ripartire i rischi con altri istituti di credito, secondo una logica co-assicurativa.

i mercati asfittici conducendo il sistema economico in uno stato di profonda recessione. I rapporti di fiducia tra gli istituti bancari e le imprese si sono incrinati quando le prime insolvenze dei debitori sono venute alla luce, mostrando la mancanza di una capitalizzazione adeguata per alcuni e l'indolenza di altri nel prestare la loro liquidità in eccesso per proteggersi da scenari negativi.

1.4.2. Razionamento del credito bancario (*Credit Crunch*)

Contestualmente, nel 2008, entravano in vigore le nuove regole di Basilea che hanno imposto alle banche una restrizione dei finanziamenti erogabili per far fronte all'aumento dei rischi, inducendo ad un maggiore inasprimento dei rapporti banca-impresa. Le nuove regole sostituivano quelle stabilite dall'Accordo del Comitato raggiunto nel 1988, che aveva introdotto l'adozione di strumenti per il controllo e la gestione dei rischi e l'obbligo di dotarsi di un requisito patrimoniale minimo²² per far fronte al rischio di credito²³. Il nuovo Accordo si articola su tre pilastri: requisiti di capitale minimi, processo di controllo prudenziale, disciplina di mercato.

Per quanto riguarda il primo pilastro, partendo dalle misure fissate da Basilea I, vengono ridefiniti i criteri di calcolo del requisito patrimoniale minimo, sempre fisso al valore dell'8% delle attività ponderate per il rischio, ma introducendo anche la considerazione del rischio operativo²⁴ e del rischio di mercato²⁵. Per il calcolo del rischio di credito vengono introdotte nuove metodologie di calcolo dei requisiti patrimoniale ma viene anche concessa la possibilità alle banche di adottare metodologie proprie (ad esempio l'utilizzo di *internal rating base* o

²²Quota di capitale destinata a proteggere i depositanti dal rischio che gli attivi bancari (prestiti alla clientela) subiscano delle perdite, risultando insufficienti a ripagare i debiti: almeno pari al 8% dei crediti alla clientela sono previsti "sconti" (coefficienti di ponderazione), in funzione del tipo di prestatore (impresa, paese, banca ecc.) e in presenza di garanzie.

²³ Il rischio di credito è il rischio che nell'ambito di un'operazione creditizia il debitore non assolva ai suoi obblighi di rimborso del capitale e/o al pagamento degli interessi al suo creditore.

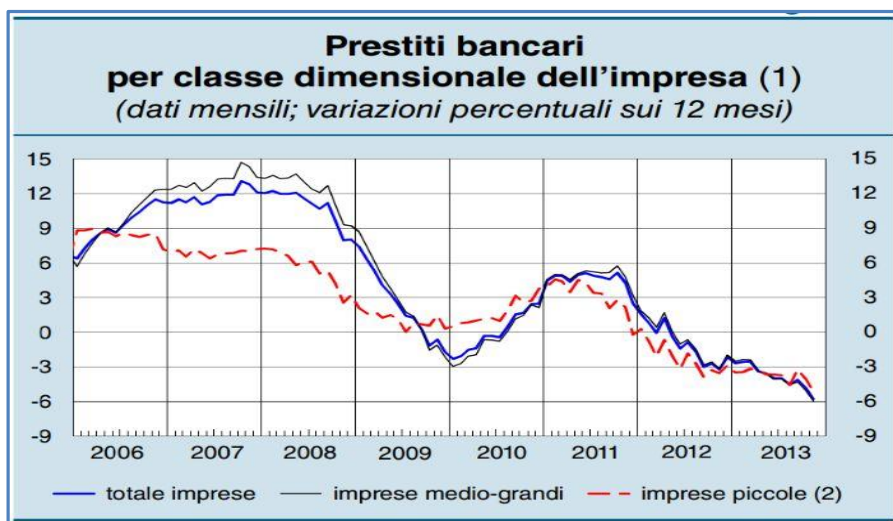
²⁴ Il rischio operativo è definito come il rischio di perdite dovute ad errori, infrazioni, interruzioni di attività e danni causati da processi interni, dal personale o da sistemi, oppure causato da eventi esterni. Il rischio operativo può essere imputato ai seguenti tipi di eventi: frodi interne; frodi esterne; contratto e sicurezza sul posto di lavoro; clienti, prodotti e pratiche commerciali; danni a beni materiali; avarie e guasti ai sistemi; esecuzione, consegna e gestione dei processi.

²⁵ Il rischio di mercato, in finanza, è la probabilità di ottenere dalle operazioni di negoziazione in strumenti finanziari un rendimento diverso da quello atteso. In particolare rappresenta la perdita o il guadagno potenziale di una posizione o di un portafoglio di titoli, in un determinato orizzonte temporale, in seguito alle variazioni delle variabili di mercato. Si distinguono, pertanto, a seconda delle variabili considerate: Rischio di tasso d'Interesse, Rischio di Cambio, Rischio Azionario, Rischio di Commodity.

advanced). Il secondo pilastro accresce i poteri di controllo delle Autorità di Vigilanza, che dovranno verificare i requisiti minimi e anche l'applicazione di politiche e procedure organizzative per la misura e il governo dei rischi. Il terzo pilastro fissa regole più severe sulla trasparenza e gli obblighi informativi da tenere per consentire alla platea di investitori di verificare le condizioni di rischio e di patrimonializzazione delle singole banche.

A partire dal 2011 la crisi del debito sovrano, con forti movimenti speculativi nei confronti dei titoli di stato dei paesi maggiormente in difficoltà dell'area Euro, la crisi bancaria di Cipro nonché la permanente stagnazione dell'economia italiana e le sofferenze insite nei bilanci delle banche hanno portato ad una contrazione del 10% degli impieghi bancari (Grafico 4).

Grafico 4 - Prestiti Bancari alle imprese



Fonte : Banca D'Italia , Rapporto 2014

Il costo della raccolta per le banche italiane è aumentato e di riflesso è aumentato anche il costo del denaro dato a prestito: le imprese italiane ancora oggi si finanziano con una differenza di circa 150 p.b. rispetto alle loro concorrenti tedeschi e a soffrire di più sono le piccole imprese che si finanziano con costi più elevati di 70 p.b. rispetto alle grandi imprese nazionali.²⁶

²⁶ Invid , *Rapporto Invid 2015*, Milano 2015

L'inasprimento dei criteri di valutazione del merito creditizio determina quello che viene definito *credit crunch*: fenomeno caratterizzante i momenti di crisi durante i quali gli istituti finanziari vedono salire il rischio di insoluti, pertanto riducono il denaro disponibile al prestito oppure ne aumentano il costo per renderlo poco conveniente per i richiedenti, portando conseguentemente ad un incremento del tasso di rifiuto del credito.²⁷ A causa delle nuove regole introdotte da Basilea III, la stretta creditizia in Italia è andata peggiorando a causa dei requisiti patrimoniali sempre più stringenti e una valutazione più approfondita e accurata del merito creditizio dei prestatori sta aumentando i costi per le emissioni di nuovi finanziamenti.

Basilea 3 e le recenti regole emanate dall'EBA sono molto incisive e pressanti specialmente in vista degli stress test dei quali la Banca d'Italia pubblica ogni anno i risultati condotti sui maggiori gruppi bancari italiani. L'EBA coordina a livello europeo gli stress test in collaborazione con il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), allo scopo di valutare la capacità degli istituti finanziari di fronteggiare andamenti negativi dei mercati, nonché di contribuire alla valutazione generale del rischio sistemico nel sistema finanziario europeo in collaborazione con la Banca centrale europea (BCE) e della Commissione europea (CE).²⁸

1.4.3. Basilea 3

Il 12 settembre 2010 i Governatori e i Capi delle Autorità di vigilanza del G20 hanno approvato un nuovo corpus di norme che ha preso il nome di Basilea III, risultato di un'ampia consultazione con l'industria bancaria, ed entrate in vigore all'inizio del 2013. Per l'implementazione completa da parte di tutti gli istituti bancari è tuttavia previsto un lungo periodo transitorio fino al 1 gennaio 2019 così da favorire un graduale adeguamento delle strategie operative delle banche ed evitare ricadute sulla ripresa economica. L'intento di questa rimodulazione è

²⁷ Def. Sole 24 Ore - <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/100-parole/Economia/C/Credit-crunch.shtml?uuid=ddfd09c6-5804-11dd-93cb-a54c5cfd900DocRulesView=Libero>

²⁸ Def. Stress test Banca D'Italia.

riforma delle norme è prevenire l'eccessiva assunzione di rischi da parte degli operatori, rendere il sistema finanziario più solido e stabilire un terreno di gioco davvero uniforme. L'elemento centrale è cercare di rendere le banche maggiormente assicurate nei confronti dei rischi che si trovano ad assumere e ad affrontare. Corrette politiche di capitalizzazione e gestione dei rischi e della liquidità hanno comportato una forte riduzione degli impieghi e ciò si è riflesso fortemente nell'economia reale, già in profonda fase di recessione. La necessità di detenere cuscinetti di capitale sempre crescenti all'aumentare dei prestiti e degli attivi presenti in bilancio, comporta una crescita dei costi e una naturale riduzione dei prestiti verso aziende e famiglie favorendo il rallentamento dei processi di crescita e sviluppo.

Alle banche Basilea 3 chiede garanzie su capitale e liquidità. In particolare sono imposte delle soglie minime di capitale alle banche per evitare che shock finanziari possano avere conseguenze sistemiche. Il *common equity*²⁹, dunque la componente di massima qualità del patrimonio di una banca, deve essere pari ad almeno il 4,5% degli attivi ponderati per il rischio (RWA), ossia dei prestiti effettuati per un coefficiente che cambia a seconda della loro rischiosità³⁰. Lo scopo della regola è quello di fare in modo che, se alcuni prestiti della banca cadono in sofferenza o non vengono restituiti, l'istituto abbia del capitale sempre disponibile per far fronte alle perdite. A questa quota del 4,5% si aggiunge una quota del 2,5%, il cosiddetto cuscinetto di protezione (*capital conservation buffer*), che costituisce un'altra protezione e porta il *core tier1 ratio*³¹ minimo al 7 %. Un altro cuscinetto dello 0-2,5% del capitale (*countercyclical capital buffer*) è previsto dal nuovo schema e la sua imposizione alle banche dipenderà dalle fasi economiche. Relativamente alla questione liquidità invece sono stati previsti due nuovi elementi: un indicatore di breve termine, il *Liquidity*

²⁹ Il common equity è costituito da azioni ordinarie e riserve.

³⁰ Un prestito a un'impresa è, infatti, in genere più rischioso di un prestito a uno Stato o a una famiglia.

³¹ Secondo gli accordi di Basilea, il patrimonio delle banche può essere distinto in due classi (*tier*): una "classe principale" (*tier 1*) composta dal capitale azionario e riserve di bilancio provenienti da utili non distribuiti al netto delle imposte e una "classe supplementare" (*tier 2*) composta da elementi aggiuntivi. Dalla componente principale vanno poi dedotti alcuni elementi come l'avviamento.

*Coverage Ratio*³², il quale impone agli istituti bancari di detenere attività liquide di elevata qualità sufficienti a fronteggiare uno scenario di 30 giorni di stress nella raccolta specificato dalle autorità di vigilanza, e il *Net Stable Funding Ratio*³³ un indicatore strutturale di più lungo periodo volto a segnalare squilibri di liquidità che copre l'intero bilancio e incentiva le banche a utilizzare fonti di approvvigionamento stabili. In questo modo si vogliono creare le possibilità di reazione delle banche ad una eventuale turbativa nelle fonti di liquidità ed evitare rischi di fallimento. Relativamente al contenimento della leva finanziaria è stato introdotto il *Leverage ratio*³⁴, il quale deve risultare inferiore al 3% e contribuisce a contenere l'accumulo di leva finanziaria a livello di sistema tenendo conto delle esposizioni fuori bilancio.

Infine, oltre ad un aumento dei requisiti patrimoniali necessari a fronte di attività in derivati o cartolarizzazioni complesse, è stato introdotto anche il rischio di controparte tra i rischi dei quali bisogna tenere conto per determinare i buffer di capitale idonei ad evitare conseguenze negative in caso di shock finanziari. Il rischio di controparte è una tipologia di rischio differente dalle altre in quanto capace di condurre ad una perdita economica bilaterale: infatti la probabilità di generare una perdita, e quindi il rischio che da questa ne deriva, ricade su ambo i soggetti della transazione poiché l'esposizione che genera il contratto è soggetta a variazioni quantitative in funzione dell'andamento dei fattori di mercato sottostanti.

1.4.4. Le nuove regole dell'EBA

La *European Banking Authority* ("EBA") è un organismo dell'Unione Europea, con sede a Londra, istituito con regolamento n. 1093/2010/UE. È operativa a partire dal 1° gennaio 2011, data in cui ha sostituito il Comitato delle autorità nazionali di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors* o "CEBS").

Dotata di personalità giuridica, l'obiettivo primario dell'EBA è quello di

³² LCR= Attività Liquide di Elevata Qualità Deflussi di cassa totali netti in 30gg \geq 100%

³³ NSFR=Provvista stabile "disponibile" (Fonti)/ Provvista stabile "richiesta" (Impieghi) \geq 100%

³⁴ Leverage Ratio= Tier1 (Equity +reserves-Intangible Assets) / Adjusted Assets (Total Assets-Intangible Assets)

proteggere l'interesse pubblico, contribuendo alla stabilità ed efficacia del sistema finanziario a beneficio dell'economia dell'Unione Europea, dei suoi cittadini e delle sue imprese con obblighi di vigilanza del mercato bancario europeo. Nell'ambito dell'attività di vigilanza sul mercato bancario europeo, l'EBA svolge principalmente i seguenti compiti³⁵:

1. Elabora proposte di norme di regolamentazione e di attuazione, per la definizione di standard tecnici comuni;
2. al fine di garantire l'interpretazione e l'applicazione uniforme della normativa comunitaria, svolge indagini specifiche e adotta raccomandazioni nei confronti delle Autorità nazionali, e, ove necessario, assume decisioni con efficacia diretta nei confronti di singole istituzioni finanziarie dei Paesi membri dell'Unione Europea;
3. Svolge un ruolo di coordinamento delle Autorità nazionali in situazioni di emergenza che rischiano di compromettere il regolare funzionamento, l'integrità e la stabilità del sistema finanziario europeo e, in caso di inattività di quest'ultime, assume decisioni direttamente applicabili agli intermediari finanziari;
4. Può prestare assistenza su alcune questione sulle quali le singole Autorità nazionali si trovano in divergenza o contrasto, al fine di facilitare il raggiungimento di un accordo; in mancanza di accordo, imporre l'adozione di specifiche misure o l'astensione da qualsiasi attività, al fine di risolvere la questione; qualora le Autorità nazionali non si conformino a quanto per loro stabilito dall'EBA, quest'ultima può adottare provvedimenti direttamente vincolanti nei confronti dei singoli intermediari finanziari.

Uno delle questioni più importanti sulle quali è intervenuta l'EBA, per tramite di una sua direttiva, è stata la predisposizione e la messa in atto di una “valutazione approfondita” (*Comprehensive Assessment*) delle banche europee, che è stata

³⁵ Definizione compiti Eba – Sito Eba - https://www.eba.europa.eu/languages/home_it

effettuata sotto la guida ed il controllo della BCE. Questa valutazione si è articolata in due parti : la prima consistente in una revisione della qualità degli attivi (*asset quality review* o AQR), allo scopo di verificare se il capitale “di migliore qualità” (*common equity tier 1* o CET1) delle banche poste sotto osservazione fosse adeguato a fronteggiare la rischiosità dei vari attivi presenti in bilancio e dove l’adeguatezza veniva raggiunta solamente con un valore del CET1 dell’8,0 %³⁶ creando dapprima un *sovereign buffer*³⁷ adeguato; la seconda parte che consisteva nell’attuazione di stress test ossia due simulazioni relative a scenari ipotetici per il triennio 2014-16 con l’intento di verificare le conseguenze di un peggioramento della congiuntura economica internazionale e come questa potrebbe riflettersi sulle dotazione di capitale presenti nelle banche, evidenziando o meno un adeguato grado di capitalizzazione³⁸.

I risultati di questi test, come spiegato dai dati della BCE, hanno mostrato una situazione delle banche italiane in generale solida e soddisfacente. L’AQR è stato superato da tutte le banche poste sotto osservazione , che hanno effettuato aumenti patrimoniali e dismissioni di *asset* non strategici per soddisfare il valore dell’8% del CET 1 . I risultati degli stress test, tenendo in considerazione la grave recessione ipotizzata nello scenario più sfavorevole, hanno mostrato carenze patrimoniale solamente in due istituti bancari, Monte dei Paschi di Siena³⁹ e Banca Carige⁴⁰. In generale le misure richieste dall’EBA hanno condotto , già a partire dagli stress test del 2011, ad un miglioramento qualitativo e quantitativo degli *asset* bancari di dimensione notevole; hanno inoltre ridotto l’incertezza vigente sulle esposizioni in seno agli istituti europei e nazionali assicurando una maggiore trasparenza informativa e ha permesso una definizione univoca di capitale (*Core tier 1*) a cui riferirsi per esprimere la solidità e adeguatezza patrimoniale delle stesse.

³⁶ Più elevato sia rispetto al minimo regolamentare (4,5 per cento) sia rispetto al minimo aumentato del margine di conservazione del capitale (7,0 per cento)

³⁷ Cuscinetto di capitale a protezione del rischio sovrano inteso come rischio di insolvenza di operatori, pubblici e privati, legato all’area geografica di provenienza e indipendente dalla loro volontà.

³⁸ *Comunicato stampa Banca d’Italia 26 giugno 2014*, Banca d’Italia , Roma 2014

³⁹ Per Banca Monte dei Paschi di Siena l’esigenza di capitale finale necessaria per fronteggiare gli eventi sfavorevoli ipotizzati nello scenario avverso dello stress test è pari a 2.111 milioni.

⁴⁰ Per Banca Carige la carenza di capitale finale necessaria per fronteggiare gli eventi sfavorevoli ipotizzati nello scenario avverso dello stress test è di 814 milioni.

L'EBA ha influito anche sulla capacità di concedere e rinnovare gli impieghi alla propria clientela (soprattutto imprese) con l'emanazione delle cosiddette *Recommendations* sull'*Asset Quality Review* nelle quali è stato esposto il concetto dell'esposizioni ristrutturate: esposizioni che subiscono una modificazione delle condizioni contrattuali come "riscadenziamento" del debito, riduzione della quota di debito o della percentuale di interessi. La modifica quantitativa dell'esposizione è riconducibile ad un deterioramento delle condizioni economico finanziarie del debitore e permette una riduzione della perdita per la banca. Tale provvedimenti sono stati introdotti per portare ad un rivalutazione e migliore selezione degli attivi dei bilanci bancari e hanno avuto conseguenze sulla valutazione del merito creditizio dei richiedenti finanziamenti (soprattutto imprese). Esaminiamo le regole 155 e la 179 delle *Recommendations*: la prima stabilisce, in termini di sconfinamenti dei fidi, che una banca deve dichiarare in default un creditore su tutte le sue linee di credito qualora questi abbia un ritardo di pagamento (anche di un solo euro) superiore ai 90 giorni e qualora tale ritardo si riferisca ad una linea di credito pari o superiore a 20% del totale di affidamento; invece la regola 179, impedisce all'ente bancario di intervenire a sostegno di un cliente in difficoltà più di una volta poiché in caso contrario, si dovrà classificare automaticamente il creditore come *non-performing*, dichiarando così il suo credito in default. L'inflessibilità e la severità di queste norme implicano in tal modo più onerosi accantonamenti a capitale e quindi un potenziale aumento del *credit crunch*, nonostante le già numerose critiche piovute sulle disposizioni richieste dalle Autorità Bancarie europee accusate di aver imposto requisiti patrimoniali in un momento congiunturale di evidente difficoltà e di aver attuato misure pro-cicliche rendendo più complesso il processo di ripresa economica.

L'adozione e l'implementazione dei requisiti di Basilea II e III hanno imposto un forte cambiamento anche nelle strutture aziendali: per la prima volta le imprese si sono dotate di strumenti di calcolo del proprio rating, di strutture informative e reportistiche adeguate a garantire una trasparente comunicazione finanziaria. Per essere pronte a fronteggiare il mercato e soddisfare quelli che sono i requisiti

minimi della valutazione bancaria pre-fido, le imprese hanno imposto come obiettivo fondamentale della loro strategia economico finanziaria l'aumento della patrimonializzazione per essere più affidabili e migliorare il loro rating: dotandosi ad esempio di scorte di liquidità o buffer di finanza , a breve o lungo termine, per garantire la loro solidità qualora dovessero insorgere problemi di illiquidità o segnali di crisi, evitando azioni deleterie da parte degli istituti (come ad esempio revoche dei fidi legati al capitale circolante) che potrebbero comportare un aggravio delle situazioni di difficoltà.

1.4.5. Migliorare la struttura finanziaria delle PMI operando tramite diversificazione delle fonti di finanziamento

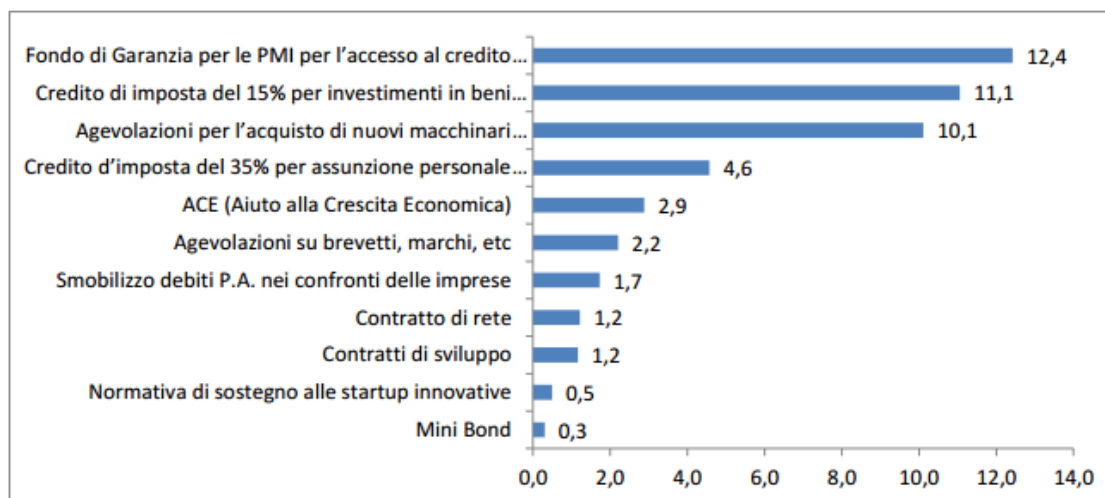
Analizzate le criticità del finanziamento bancario in Italia è semplice dimostrare come le PMI risentano in modo maggiore rispetto alle concorrenti europee di shock congiunturali, fasi economiche negative e crisi bancarie. Le banche si dimostrano poco propense a concedere finanziamenti per progetti di sviluppo ad alto contenuto tecnologico, e quindi più rischiosi, limitando le opportunità di crescita delle imprese nostrane; molto spesso per evitare tensioni nei bilanci bancari si tende a sottostimare il merito creditizio dei richiedenti, imponendo tassi di finanziamento più elevati e condizioni di offerta del credito che favoriscono ritardo nei pagamenti accrescendo i *non performing loans*.

Un ulteriore elemento di debolezza delle PMI italiane è da ricercare sicuramente nella scarsa cultura finanziaria di chi le dirige: poche risorse destinate alla funzione finanziaria, un ricorso scarso al capitale di debito o agli strumenti innovativi, una modesta conoscenza delle forme agevolative fornite dal governo. Un'indagine del 2015 svolta dal Mise⁴¹ su un campione di 100 PMI italiane segnala quali sono le percentuali di imprese che non sono a conoscenza degli strumenti messi in campo dal governo per l'attuazione dello *Small Business Act*⁴² (Grafico 5):

⁴¹ Indagine Mise sulle PMI 2015, Ministero dello Sviluppo Economico , Roma 2015.

⁴² Con la pubblicazione nel giugno 2008 dello *Small Business Act* (SBA) da parte della Commissione Europea, si sono gettate le basi per l'inizio di un percorso volto alla creazione di un ambiente economico focalizzato sulle piccole

Grafico 5 - Imprese che dichiarano di non conoscere le misure di politica industriale (Valori %)



Fonte : Indagine Mise 2015

Ad esempio ben il 70.5% delle imprese del campione non conosce cosa sia l'Aiuto alla Crescita Economia o i Mini bond (65,7%), i Contratti di rete (61,2%), le agevolazioni su brevetti e marchi (55,2%); percentuali più modeste di "non conoscenza" si riscontrano invece per le agevolazioni previste dalla *Sabatini bis*⁴³ (33,9%), per il credito di imposta (35%), per l'assunzione di personale altamente qualificato (39,2%), e infine per il Fondo di Garanzia⁴⁴

e medie imprese, secondo lo slogan "Think small first". Si riconosce il ruolo centrale delle PMI nell'economia europea con la volontà, per la prima volta, di attivare un quadro di interventi per le imprese molto articolato, grazie a dieci principi guida per la formulazione e l'attuazione delle politiche sia a livello dell'Unione europea che dei singoli Stati membri. Tali principi sono essenziali per valorizzare le iniziative a livello dell'Unione, per creare condizioni di concorrenza paritarie per le PMI e per migliorare il contesto giuridico e amministrativo nell'intera Ue. I dieci principi sono i seguenti: 1) dar vita a un contesto in cui imprenditori e imprese familiari possano prosperare e che sia gratificante per lo spirito imprenditoriale; 2) far sì che imprenditori onesti, che abbiano sperimentato l'insolvenza, ottengano rapidamente una seconda possibilità; 3) formulare regole conformi al principio "Pensare anzitutto in piccolo"; 4) rendere le pubbliche amministrazioni permeabili alle esigenze delle PMI; 5) adeguare l'intervento pubblico alle esigenze delle PMI: facilitare la partecipazione delle PMI agli appalti pubblici e usare meglio le possibilità degli aiuti di Stato per le PMI; 6) agevolare l'accesso delle PMI al credito e sviluppare un contesto giuridico ed economico che favorisca la puntualità dei pagamenti nelle transazioni commerciali; 7) aiutare le PMI a beneficiare delle opportunità offerte dal mercato unico; 8) promuovere l'aggiornamento delle competenze nelle PMI e ogni forma di innovazione; 9) permettere alle PMI di trasformare le sfide ambientali in opportunità; 10) incoraggiare e sostenere le PMI perché beneficino della crescita dei mercati.

⁴³ Con l'articolo 2 del Decreto legge 69/2013 è stato introdotto uno strumento agevolativo, conosciuto come "**Nuova Sabatini**", che consiste in finanziamenti a tasso agevolato per l'acquisto, anche mediante operazioni di leasing finanziario, di macchinari, impianti e attrezzature nuovi di fabbrica ad uso produttivo. Tale misura ha previsto la costituzione presso la Cassa Depositi e Prestiti (CDP) di un plafond di risorse fino a 2,5 miliardi di euro, successivamente incrementato a 5 miliardi con la Legge di stabilità 2015 effettuate fino al 31 dicembre 2016. Il Ministero concede, inoltre, un contributo che copre parte degli interessi a carico delle imprese su tali finanziamenti, in relazione agli investimenti realizzati.

⁴⁴ Il Fondo di Garanzia per le PMI è uno strumento istituito con **Legge n. 662/96 (art. 2, comma 100, lettera a)** e operativo dal 2000. Con il Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese, l'Unione europea e lo Stato Italiano affiancano le imprese che hanno difficoltà ad accedere al credito bancario perché non hanno a disposizione sufficienti

(37,3%).

Questo basso ricorso agli strumenti agevolativi, la forte dipendenza delle imprese al credito bancario, strette creditizie dovute alla prudenza degli intermediari , forte sbilanciamento dei bilanci aziendali con finanziamenti a breve termine per progetti di lungo periodo sono tutti elementi che stanno spingendo le imprese alla disintermediazione bancaria : è diventato fisiologico ricercare fonti di finanziamento alternative e complementari per investire in sviluppo e recuperare competitività. Diversificare le fonti di finanziamento mediante emissioni di obbligazioni o strumenti finanziari partecipativi, che uniscono la liquidità delle azioni alla stabilità delle obbligazioni , insieme all'intervento sul mercato di nuovi soggetti (fondi di *private equity*, *business angels* o *venture capital*) sono alcune delle possibilità che si paventano alle aziende per sfuggire alla stretta creditizia in atto.

Nell'ultimo triennio infatti sono aumentate le aziende che hanno fatto ricorso a questi strumenti , con una trend di crescita lineare del 15% anno per anno⁴⁵, e hanno attratto l'attenzione di quella tipologia di intermediari specializzati che sono in grado di valutare efficientemente il merito di credito delle aziende minori e di utilizzare strategie di investimento volte alla diversificazione dei rischi e orientate al medio-lungo termine. Per favorire il reperimento di risorse e la diversificazione finanziaria, il Governo ha quindi ridisegnato la disciplina relativa agli strumenti finanziari a disposizione delle PMI, apportando delle innovazioni specialmente per le cambiali finanziarie e per le obbligazioni a medio lungo termine (i cosiddetti mini-bond), possibilità che riguarda decine di migliaia di PMI nazionali o disciplinando con il Decreto Crescita Bis⁴⁶ l'*equity crowdfunding* per favorire lo sviluppo delle *start-up innovative* con l'obiettivo di creare un ambiente affidabile nel quale possano riporre la loro fiducia gli investitori⁴⁷.

Oltre a queste nel marzo del 2012 nasce ufficialmente AIM Italia: il mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di

⁴⁵ G. GIUDICI G., S. DE PAOLI , P. DICKMANN, A. FUSÈ , L. SABATINI, *Secondo Report Italiano sui Minibond* , Osservatorio sui Mini-bond, Politecnico di Milano, Milano Marzo 2015.

⁴⁶ Legge 17 dicembre 2012, n. 221

⁴⁷ Def. Equity crowdfunding, sito Consob

crescita. AIM Italia offre la possibilità per le imprese più dinamiche e competitive del nostro Paese di raccogliere risorse presso una platea selezionata di investitori come analizzeremo nello specifico nel capitolo 4. Un ulteriore stimolo all'orientamento verso il mercato dei capitali è rappresentato dal progetto ELITE: un percorso di formazione e una piattaforma di strumenti e servizi integrati per reperire capitali, facilitare la crescita e l'avvicinamento i mercati finanziari e migliorare il rapporto con il sistema bancario⁴⁸.

⁴⁸ Def progetto ELITE , sito Borsa Italiana

CAPITOLO 2

ALCUNI STRUMENTI ALTERNATIVI DI FINANZIAMENTO ALLE PMI RISPETTO AL CREDITO BANCARIO

2.1 Il *Direct fund lending*

2.1.1. Caratteri introduttivi

Negli ultimi anni è sempre più evidente lo sforzo del legislatore nell'emanare nuove norme che incentivino e spingano le imprese italiane a diversificare le loro fonti finanziarie, favorendo l'avvicinamento al mercato pubblico dei capitali ma anche ai nuovi strumenti digitali che facilitano la disintermediazione fra risparmio ed impieghi.

Questi strumenti consentono di reperire risorse per i nuovi progetti e iniziative imprenditoriali da una moltitudine di piccoli risparmiatori/investitori attraverso l'utilizzo di portali on-line, specificamente creati, presso i quali si possono eseguire tutte le singole operazioni di investimento bypassando tutte le tipiche procedure del sistema bancario. Lo sviluppo inevitabile di queste tecnologie ha inevitabilmente spinto i legislatori europei ad adoperarsi per garantire una disciplina comunitaria che evitasse arbitraggi regolamentari e creasse un ecosistema omogeneo nei Paesi europei; ma se da una parte la disciplina sull'*equity crowdfunding* sta seguendo una logica di sviluppo ben definita (con l'Italia a fare da pioniera), diversa è la situazione normativa che riguarda il *lending crowdfunding* che vede le istituzioni bancarie europee affannarsi per la promulgazione di una disciplina che vada a colmare l'assenza di protezione normativa su questa tipologia di piattaforme che costruisce il suo business "su prestiti personali erogati da privati nei confronti di altri privati su internet"⁴⁹. Pur essendo ancora molto limitato il valore di queste operazioni in ambito italiano è innegabile che per gli imprenditori si prospettano grandi potenzialità di sviluppo nel futuro immediato soprattutto se paragonato alle complessità delle norme e l'onerosità che caratterizzano tanto il mercato bancario quanto quello finanziario nazionale.

⁴⁹ Def. Social lending, *Disposizioni Di Vigilanza Raccolta Del Risparmio Dei Soggetti Diversi Dalle Banche*, Banca D'Italia, 2015 Novembre

2.1.2. *Peer to peer*

Una delle forme più importanti di *direct fund lending* in Italia, per importi monetari investiti, è il *peer to peer lending* : una forma di finanziamento in cui il prestatore ha la possibilità di analizzare su una piattaforma tutte le richieste di finanziamento, esaminando le caratteristiche del progetto e l'identità del richiedente, e valutando il rapporto fra rischio e tasso di interesse promesso⁵⁰. Si tratta di un modello trasparente ma che espone ovviamente ad un rischio di insolvenza elevato, e risulta *time-consuming* per il prestatore. Oggi invece sono le piattaforme di investimento che preferiscono fornire tutte le informazioni utili all'investitore ed si adoperano per allocare automaticamente il denaro fra i progetti ritenuti ammissibili, secondo le offerte indicate dai prestatori. Questi ultimi non hanno quindi la possibilità di scegliere o di sapere ex ante chi sarà il soggetto finanziato ma possono sapere in tempo reale se i pagamenti a servizio del finanziamento sono regolari oppure no. I rimborsi del capitale nonché gli interessi pagati ogni mese vengono automaticamente reinvestiti, a meno che il prestatore non dia disposizioni diverse. I richiedenti ricevono una proposta dalla piattaforma rispetto al tasso di interesse previsto (TAEG, tasso annuo effettivo globale), che comprende la remunerazione netta per il prestatore, più un margine per la piattaforma e un secondo eventuale margine che va a finanziare un fondo di sicurezza a tutela dei crediti non rimborsati.

Dal punto di vista normativo è solo con l'entrata in vigore del D.L. 11/2010, attuativo della Direttiva Europea 2007/64/EC (*Payment Service Directive*), che Banca d'Italia ha potuto definire il contesto normativo nel quale inquadrare le piattaforme di *lending crowdfunding* sotto la categoria degli Istituti di Pagamento (ex art. 114 septies del Testo Unico) incentivando quindi la creazione di una nuova categoria di operatori attivi nell'esecuzione di ordini di pagamento⁵¹. La Banca d'Italia ha confermato la promulgazione in futuro di una normativa che vada a definire meglio gli ambiti nei quali le società di *peer to peer lending*

⁵⁰ Def peer to peer , sito Scuola Management Politecnico di Milano, Milano

⁵¹ Gli Istituti di Pagamento sono tenuti a rispettare alcune delle disposizioni previste dal Codice Civile, dal TUB, dalla Delibera 1058 del 19/7/2005 del Comitato Interministeriale per il Credito e Risparmio (CICR) e dalle Disposizioni Generali di Vigilanza per gli Istituti di Pagamento emanate dalla Banca d'Italia, rispetto al capitale minimo e patrimonio di vigilanza della società, alla struttura organizzativa (con controlli di primo, secondo e terzo livello), ai requisiti di professionalità, onorabilità e di indipendenza di amministratori e sindaci.

possano operare.

Per capire come meglio opera una piattaforma impegnata nel *peer to peer lending*, useremo l'esempio di BorsadelCredito.it, una piattaforma che accetta richieste di credito da parte di attività imprenditoriali residenti in Italia, con almeno 12 mesi di attività alle spalle (e quindi la disponibilità di almeno un bilancio) e un fatturato non inferiore a € 50.000.

Affinché possano essere ammesse a ricevere finanziamenti tramite la piattaforma, BorsadelCredito.it stabilisce che :

- Non devono esserci pregiudiziali gravi né sull'azienda né sul titolare o sui principali esponenti, che possano denotare un rischio per i prestatori.
- I parametri contabili accettati dal portale sono: rapporto fra mezzi propri e totale passivo superiore al 5%; margine operativo lordo positivo; rapporto fra crediti verso su clienti e fatturato inferiore a 50%; debiti finanziari su fatturato inferiore a 100%; rapporto fra rata in pagamento prevista e cash flow inferiore al 100%.
- Nessuna garanzia reale o personale viene richiesta e non vi sono altre commissioni.
- Non viene richiesta l'apertura di un nuovo conto corrente, ma l'addebito viene eseguito su quello già esistente dell'azienda.

Il prestito alle imprese in genere varia fra € 10.000 e € 20.000, con scadenze compresa tra 1 anno e 5 anni. Il tasso annuo nominale (TAN) varia fra il 3,4% e il 7,4% più una commissione di garanzia (tra 0,4% e 9%), e i costi di istruttoria (tra 2% e 4%). I versamenti per il pagamento della quota capitale e della quota interessi sono mensili e scontano un costo di € 2.

Un'analisi sul futuro del *lending crowdfunding* in Italia dimostra un rapido sviluppo ma anche una forte carenza di soggetti disposti ad investire: sono ancora pochi gli italiani che preferiscono investire nel *lending crowdfunding* a causa di un meccanismo di tassazione dei proventi che può arrivare fino al 43%. Si evidenzia la necessità di concedere agevolazioni o di uniformare l'aliquota di tassazione a quella degli investimenti in *minibond* (26%). Le prospettive di

crescita per le piattaforme di *peer to peer* possono solo indirizzarsi verso finanziamenti sostenuti da parte di investitori professionali, gli unici in grado offrire alle piattaforme l'opportunità per un cambio di passo rispetto alla disponibilità finanziaria: accordi e acquisizioni da parte di SGR e fondi di investimento sono la strada da percorrere per una tipologia di investimento che non consente, come per l'*equity crowdfunding*, di ricevere in cambio una partecipazione azionaria e quindi di incentivare l'investimento. I numeri parlano chiaro: nel Regno Unito, solo nel 2015 sono stati raccolti capitali per 1,49 miliardi di sterline per il settore business, più altri 909 milioni per il settore consumer mentre in Italia siamo fermi a 28.3 milioni. A decretare il successo sarà l'importanza dell'efficienza nella gestione dei processi e della capacità di elaborare i big data.⁵²

2.1.3. Factoring e invoice trading

La seconda forma di *Direct Fund Lending* che si sta velocemente sviluppando, anche per le sue caratteristiche, nel sistema economico italiano è l'*invoice trading*: consiste nella cessione di una fattura commerciale in cambio di un anticipo in denaro attraverso una piattaforma *crowd*. Essendo eseguita da portali Internet specializzati che consentono la cessione delle fatture al pubblico si caratterizza a tutti gli effetti come *crowdinvesting* a sostegno delle PMI. Le normative che regolano questo tipo di finanziamento sono quelle riferite alla cessione dei crediti in generale e quindi di derivazione civilistica (articoli 1260 e successivi).

La cessione del credito può essere effettuata ⁵³:

- Pro-soluto, se il cedente non garantisce al cessionario la solvibilità del debitore, ma solo l'esistenza e la validità del credito e in questo modo il

⁵² G. GIUDICI, S. DE PAOLI S., P. DICKMANN, A. FUSÈ, L. SABATINI, *Secondo Report Italiano sui Minibond*, Osservatorio sui Mini-bond, Politecnico di Milano, Milano Marzo 2016.

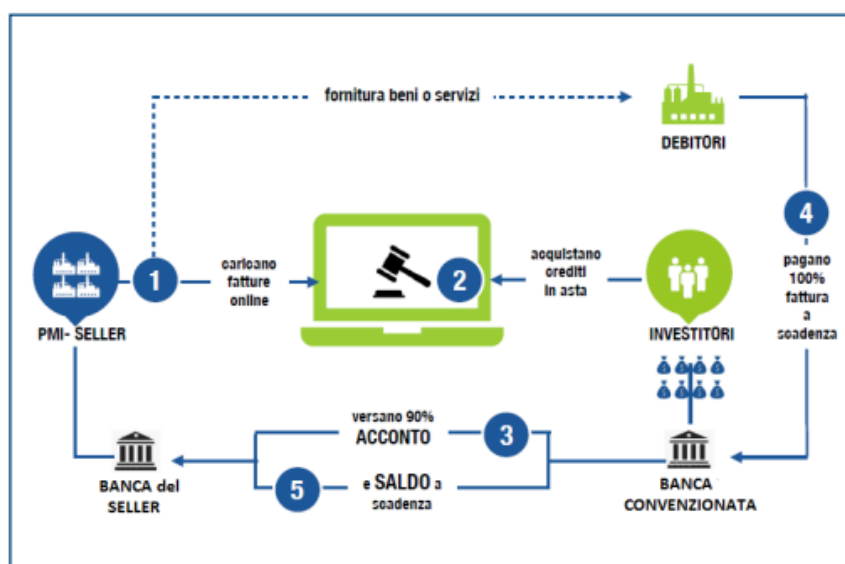
⁵³ G. GIUDICI, S. DE PAOLI S., P. DICKMANN, A. FUSÈ, L. SABATINI, *Secondo Report Italiano sui Minibond*, Osservatorio sui Mini-bond, Politecnico di Milano, Milano Marzo 2016

rischio di insolvenza viene trasferito insieme al credito e il cessionario non può esercitare alcuna azione di regresso verso il cedente.

- Pro-solvendo dove il cedente risponde dell'eventuale insolvenza del debitore e subire una azione di regresso da parte del cessionario.

Si tratta di un'operazione tipica delle società di factoring, ma in questo caso viene organizzata totalmente via internet e. Ad oggi risultava attivo in Italia un solo operatore nell'*invoice trading*: Workinvoice.it.⁵⁴ Il portale Workinvoice.it startup innovativa fondata nel 2013 e supportata finanziariamente da due gruppi industriali e da un *business angel* opera con le modalità descritte nella Figura 2.

Figura 2 - Funzionamento piattaforma Workinvoice.it



Fonte : Report sul *crowdfunding* – Politecnico di Milano 2016

- Le imprese interessate alla cessione delle fatture, devono inviare al team del portale l'elenco dei 5 clienti maggiori, verificando che questi non abbiano espressamente vietato la cessione del credito. Il portale esegue un'analisi di affidabilità del debitore. Il portale non accetta fatture addebitate a imprese con fatturato inferiore a € 10 milioni e vengono escluse fatture esposte a società di persone o ditte individuali, così come alla Pubblica Amministrazione. Il valore minimo della fattura deve essere

⁵⁴ <http://www.workinvoice.it/come-funziona-workinvoice/> , sito ufficiale workinvoice.it

€ 10.000 e la scadenza massima 180 giorni. Il processo di adesione dura normalmente 24 ore per la verifica dei debitori e 5 giorni per l'esame della documentazione dell'impresa cedente.

- Se la pratica viene accettata, il passo successivo è la messa in asta della fattura sul portale. Fissato un prezzo 'minimo accettabile' dal proprietario della fattura, rispetto al valore del pagamento atteso, viene attribuito un valore di rischio.
- Inizia l'asta degli investitori che dura tipicamente un giorno. Maggiore è il rialzo sulla soglia minima offerta, minore sarà il rendimento implicito per l'investitore.
- Conclusa l'asta viene condotta una verifica sulla fattura con il debitore rispetto alla sua esistenza ed esigibilità.
- Versamento attraverso la banca convenzionata da parte del migliore offerente, a titolo di acconto, del 90% della somma dovuta
- Infine, quando il cliente del cedente pagherà la fattura - anche se con ritardo - verrà accreditato il saldo mancante al netto della quota che rimane all'investitore a titolo di rendimento per il periodo trascorso tra acconto e data effettiva d'incasso.

Per quanto riguarda i costi si attengono a una commissione pari a 0,40% per fatture con scadenza fino a 60 giorni, 0,65% da 61 a 90 giorni, 0,90% oltre 90 giorni, e una *fee* di adesione una tantum iniziale di € 450. In caso di insolvenza del debitore l'impresa cedente partecipa al 7% della somma persa e avrà diritto a ricevere ulteriori pagamenti in proporzione di quanto recuperato dal debitore oltre il 90% di acconto. Cosa che usualmente non accade in banca, poiché quest'ultima va sempre a rivalersi sull'impresa.

Parlando di numeri, i dati conferiti dal portale Workinvoice.it, riferiti al 2016, parlano di 220 fatture emesse da 40 imprese per un totale di € 11 milioni. L'importo medio delle fatture cedute con asta sulla piattaforma è stato finora pari a € 36.000, con una scadenza media di pagamento a 70 giorni. Sono stati registrati ritardi nei pagamenti nell'8% dei casi ma fortunatamente al momento

nessun default. Il rendimento conseguito su base annuale è stato finora pari a 8,1%. A differenza di quanto accade nel *lending crowdfunding*, registrarsi come investitori la piattaforma richiede un investimento minimo disponibile pari a € 50.000, ma allo stesso tempo gli investitori possono conoscere l'identità del seller e possono vedere copia della fattura.

Per il futuro dell'*invoice trading* in Italia il problema si focalizza sulla mancanza di investitori maturi e disponibili a impegnare cifre più alte rispetto ad altre forme di investimento partecipativo nonostante rendimenti medi più elevati. Una delle soluzioni sarebbe migliorare i tempi medi di pagamento delle fatture o parcellizzare le stesse, rendendole abbordabile anche agli investitori con disponibilità più limitate.

2.1.4. Il crowdfunding

Per *crowdfunding* (dall'inglese *crowd*, folla e *funding*, finanziamento) o finanziamento collettivo in italiano, si intende un processo collaborativo di un gruppo di persone che conferisce somme di denaro, anche di piccola entità, per sostenere e finanziare progetti d'impresa o anche iniziative di diverso genere tramite l'accesso alle strutture di portali o piattaforme *Internet-based*. Ad oggi esistono diverse tipologie di *crowdfunding* a seconda della causa o del progetto che sta a base dell'iniziativa stessa. Abbiamo:

- **Modello “Donation Based”** che si basa su una donazione a fondo perduto per sostenere economicamente un'iniziativa come ad esempio la campagna elettorale di un candidato per favorirne l'elezione.
- **Modello Reward Based** dove il finanziamento di un progetto è effettuando ipotizzando di ricevere in cambio un premio o una specifica ricompensa non in denaro, ad esempio si finanzia uno spettacolo teatrale e in cambio si ottiene il biglietto per assistere alla sua rappresentazione.

- **Social Lending** che si definisce come un prestito tra privati ricompensati tramite restituzione della somma con l'aggiunta di interessi e che analizzeremo meglio in seguito.
- **Modello Royalty Based** nel quale si finanzia una determinata iniziativa e ricevendo in cambio una parte dei profitti.
- **Equity Crowdfunding** dove tramite l'utilizzo di piattaforme online si acquista un titolo di partecipazione di una società (Start-up innovative o PMI innovative organizzate come S.r.l. , S.p.a o cooperative) e dove la ricompensa è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dall'acquisto del titolo e partecipazione nel capitale di rischio dell'impresa.

2.2. In particolare l'*equity crowdfunding*

2.2.1. Start Up innovativa e PMI innovativa : profili definitori

Con il Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179 recante "Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese", convertito con modifiche dalla legge 17 dicembre 2012 n. 221, è stato introdotto nel panorama legislativo italiano un quadro di riferimento organico per favorire la nascita e la crescita di nuove imprese innovative chiamate start-up. La normativa è stata successivamente modificata dal D.L. n. 76/2013 (detto anche Decreto Crescita Bis) in vigore dal 28 giugno 2013 e dal D.L. n. 3/2015 (Decreto Crescita 3.0) convertito in legge n. 33/2015 in vigore dal 26/03/2015 che ha definito le caratteristiche che deve possedere una PMI per essere definita innovativa e potersi servire del *crowdfunding* come strumento per la raccolta di capitali ; è stato inoltre emanato dalla CONSOB il Regolamento Attuativo n. 18592 del 26 giugno 2013 per disciplinare e definire meglio gli ambiti nel quale possono operare i portali online che offrono il servizio di *equity crowdfunding* alle nuove tipologie di impresa appena introdotte nell'ordinamento. Tutti i Decreti Legge introdotti tra il 2012 e il 2015 mettono in mostra l'intenzione del legislatore di dotarsi , in anticipo rispetto agli altri paesi europei, di una normativa specifica e organica per questa nuova tipologia di imprese e nuove possibilità offerte dallo sviluppo tecnologico nell'intenzione di

dare uno stimolo maggiore alla crescita economica e intensificare la diversificazione delle fonti finanziarie sfruttando le potenzialità di internet. All'interno del Decreto crescita Bis del 2012 all'art. 25 troviamo la definizione di start-up innovativa come una *“società di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano oppure Societas Europea, le cui azioni o quote non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”*⁵⁵. Vi rientrano, pertanto, sia le S.r.l (compresa la nuova forma di S.r.l. semplificata o a capitale ridotto), sia le S.p.a, le S.a.p.a., sia le società cooperative.

Ma una società per rientrare nella categoria di start-up deve possedere seguenti requisiti⁵⁶:

- la società deve essere costituita e operare da non più di 60 mesi (in precedenza erano 48 modificato poi dal D.l. 3/2015);
- è residente in Italia ai sensi dell'art. 73 del Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia (in precedenza era necessaria la sede legale in Italia ma è stato poi modificato dal D.L. 3/2015);
- il totale del valore della produzione annua, a partire dal secondo anno di attività, non deve superare i 5 milioni di euro (ossia in base alla disciplina comunitaria deve essere di piccole dimensioni) ;
- non deve distribuire o aver distribuito utili;
- deve avere quale oggetto sociale esclusivo o prevalente, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;

⁵⁵ Decreto Legge n. 179/2012 Art.25

⁵⁶ Articolo di Camera di Commercio di Ferrara, *Start-up innovative: definizione, caratteristiche e benefici* , Ferrara,

- non deve essere stata costituita per effetto di una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda.
- inoltre in precedenza, la maggioranza del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria doveva essere detenuto da persone fisiche al momento della costituzione e per i successivi 24 mesi ma questo requisito è stato soppresso dal D.L. n. 76/2013.

In aggiunta a questi requisiti, una start-up innovativa deve soddisfare almeno uno dei seguenti criteri:

- Sostenere spese in ricerca e sviluppo in misura pari o superiore al 15% per cento del maggiore importo tra il costo e il valore della produzione; (in precedenza era il 20% ma è stato modificato con Decreto Crescita Bis).
- Impiegare personale altamente qualificato (si intende dottori di ricerca o laureati impegnati della ricerca) per almeno un terzo della propria forza lavoro ovvero in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva di personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell'art. 4 del D.M. n. 270/2004 (integrato da D.L. n. 76/2013).
- Essere titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa ad una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività di impresa. (come integrato con D.L. n. 76/2013).

Delineate le caratteristiche che deve avere una start-up per poter essere definita “innovativa”, alle stesse viene imposto l'obbligo di iscriversi in una sezione speciale del registro delle imprese tenuto dalle Camere di Commercio, industria, artigianato e agricoltura affinché possano offrire i propri strumenti anche attraverso i portali online di *crowdfunding*.

Ma la possibilità di utilizzare i portali online per raccogliere capitali di rischio non viene limitato alle sole start-up; infatti con il D.L. n. 3/2015 (definito appunto Decreto Crescita 3.0), convertito in legge n. 33/2015 e in vigore dal 26/03/2015, tale concessione viene ampliata anche ad altre tipologie di imprese e società, ossia ⁵⁷:

- PMI Innovative.
- Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative.
- Società di capitali che investono prevalentemente in start-up innovative e in PMI innovative.

Questa ampliamento delle società ammesse alla raccolta di capitali di rischio tramite piattaforme online, che avviene sempre nell'ottica di favorire la ripresa economica e garantire una più efficace ed efficiente soddisfazione delle necessità di finanziamento società ad alta capacità innovativa, introduce per la prima volta anche la tipologia di PMI innovativa. La definizione di questa nuova tipologia di impresa la ritroviamo in una modifica del Testo Unico della Finanza (Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, di seguito TUF) in conseguenza dell'emanazione del Decreto Crescita 3.0 e non nella sua conversione in legge (n. 33/2015) diversamente da quanto accaduto per le start-up. Le caratteristiche che deve possedere una PMI per essere considerata innovativa sono:

- Rispettare le condizioni indicate dalla raccomandazione 2003/361/CE in termini di occupazione , fatturato annuo o totale di bilancio per essere considerate piccole o medio imprese (occupare meno di 250 persone, fatturato minore/uguale a 50 milioni di euro oppure totale di bilancio annuo minore o uguale a 43 milioni di euro).

Essere dotate di almeno due di questi requisiti:

⁵⁷ A. M. LERRO, *Decreto Crescita 3.0: PMI innovative ed estensione dell'equity crowdfunding* , Febbraio 2015

- Spesa in ricerca e sviluppo in misura uguale o superiore al 3% del maggiore fra costo e valore totale della produzione, risultante dall'ultimo bilancio approvato come descritte in nota integrativa;
- Impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo: di dottori, dottorandi di ricerca o laureati che abbiano svolto almeno tre anni di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, per almeno il 20% della forza lavoro complessiva oppure di laureati magistrali per almeno il 33% della forza lavoro complessiva;
- titolarità o licenza di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale oppure la titolarità (non licenza) di diritti relativi ad un programma per elaboratore originale.
- Avere l'ultimo bilancio certificato (eventualmente anche quello consolidato), anche se i due requisiti scelti non riguardino la quota di investimento allocata in ricerca e sviluppo.
- Come le start-up innovative, le PMI Innovative devono essere iscritte in un'apposita sezione speciale del Registro delle Imprese.
- Essere residente in Italia ai sensi dell'art. 73 del Decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, o in uno degli stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia .

Con l'emanazione del Decreto Crescita 3.0 e la relativa modifica del T.U.F. è stata concessa la possibilità di allocare online il capitale anche di un veicolo di investimento specializzato, una struttura di venture capital che abbia come attività prevalente quella di investire in diverse start-up e PMI innovative. Descrivendoli in breve: gli OICR⁵⁸ sono fondi comuni di investimento⁵⁹ o

⁵⁸ OICR è l'acronimo di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio secondo quanto stabilito dalla lettera m) dell'art. 1 del TUF, Testo Unico della Finanza. Si tratta di organismi con forma giuridica variabile che effettuano investimenti in strumenti finanziari oppure in altre attività somme di denaro raccolte dai risparmiatori, sfruttando il sistema della ripartizione dei rischi.

SICAV⁶⁰; il loro patrimonio deve essere gestito da una Società di Gestione del Risparmio (SGR) e sono sottoposti alla vigilanza della CONSOB e della Banca d'Italia. Nell'eventualità in cui una campagna di *equity crowdfunding* fosse gestita da un OICR si otterrebbero due importanti risultati:

- la ripartizione del rischio su più progetti in una logica di portafoglio;
- la liquidità dell'investimento, caratteristica tipica delle quote di OICR che sono correntemente scambiate, al contrario delle quote di start-up o PMI.

Le società di capitali, invece, sono tendenzialmente veicoli di investimento più chiusi di un OICR, a servizio di un gruppo ristretto di investitori. La professionalità che le contraddistingue intimamente farà sì che operino in una logica di portafoglio (quindi una detenzione *long term*), ma la liquidabilità dell'investimento non è comparabile a quella di un OICR. Con questa misura il governo intende aprire l'accesso ai benefici e ai rischi di investire in innovazione anche ad un pubblico di investitori non composto esclusivamente da grandi società finanziarie e fondi di investimento.

2.2.2. Le deroghe normative in favore di start-up innovative e PMI innovative

Per consentire una gestione più flessibile e più funzionale alle esigenze di *governance* tipiche delle start-up, soprattutto se costituite in forma di S.r.l., sono introdotte le seguenti deroghe all'applicazione di norme di legge in materia di:

- Facoltà di estendere di dodici mesi il periodo di “rinvio a nuovo” delle perdite (dalla chiusura dell'esercizio successivo alla chiusura del secondo esercizio successivo) e, nei casi di riduzione al di sotto del minimo legale, di consentire il differimento della decisione sulla ricapitalizzazione entro la chiusura dell'esercizio successivo.

⁵⁹ I fondi comuni di investimento consistono in patrimoni collettivi costituiti con i capitali raccolti da una moltitudine di risparmiatori, i quali sottoscrivono un numero di quote proporzionale all'importo che hanno investito nel fondo.

⁶⁰ Una società di investimento a capitale variabile (in acronimo SICAV), in Italia, è una società per azioni a capitale variabile avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni.

- Facoltà di utilizzare anche per le start-up innovative costituite in forma di S.r.l. istituti ammessi solo nelle S.p.A., in particolare la libera determinazione dei diritti attribuiti ai soci, attraverso la creazione di “categorie di quote” anche prive di diritti di voto o con diritti di voto non proporzionali alla partecipazione, o l’emissione di strumenti finanziari partecipativi;
- Facoltà di offrire al pubblico quote di partecipazione in start-up innovative costituite in forma di S.r.l. (cosa che non accade per le S.r.l. comuni), consentendo di facilitarne l’accesso al capitale indipendentemente dalla forma giuridica prescelta;
- Facoltà di deroga al divieto assoluto di operazioni sulle proprie partecipazioni qualora l’operazione sia effettuata in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l’assegnazione di strumenti finanziari a dipendenti, collaboratori, componenti dell’organo amministrativo o prestatori di opere o servizi, anche professionali (*stock options* e *work for equity*).
- Facoltà di emettere strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci.
- In caso di crisi d’impresa le start-up innovative non sono assoggettate al fallimento né alle altre procedure concorsuali, viene invece facilitato l’accesso alle procedure di riorganizzazione del debito e liquidazione del patrimonio previste.

Alcuni dei benefici conferiti alle start-up innovative sono stati estesi anche alle PMI innovative :

- Deroghe di diritto societario previste dall’art. 26 del Decreto Crescita 2.0: prolungamento del termine per la riduzione delle perdite a meno di un terzo del capitale sociale; definizione di diverse categorie di quote con diversi diritti; emissione di quote di risparmio; disapplicazione delle norme sulle società di comodo; possibilità di operazioni su quote o azioni proprie in funzione di piani di *stock option* ; esonero dell’imposta di bollo,

del diritto di segreteria del registro delle imprese e dei diritti annuali delle Camere di Commercio;

- Accesso al *work for equity*⁶¹ come previsto dall'art. 27 del Decreto Crescita 2.0;
- Accesso gratuito al Fondo di Garanzia (senza che il gestore effettui la valutazione del merito creditizio dell'azienda beneficiaria).

Mentre invece non si applicano i seguenti benefici già concessi alle start-up:

- Non si applicano le misure di semplificazione per le assunzioni di personale.
- Non si applicano le disposizioni in materia di lavoro (contratti, flessibilità, termini, retribuzioni alternative, ecc.) previste dall'art. 28 del Decreto Crescita 2.0;
- Non si applicano i benefici in materia di crisi dell'impresa e fallimento.

In aggiunta alle deroghe di legge sono stati previsti anche degli incentivi di tipo fiscale per incentivare la raccolta per chi investa in start-up (l'art. 29 del Decreto Crescita 2.0); sono estesi anche alle PMI Innovative purché non costituite da oltre 7 anni, nel rispetto delle condizioni e dei limiti previsti dall'articolo 21 del Regolamento UE n. 651/2014 del 17 giugno 2014 sugli aiuti di Stato. I benefici fiscali riguardano :

- Le persone fisiche, che hanno diritto ad una detrazione del 19% della somma investita, con un limite massimo di 500.000 euro per periodo d'imposta e a condizione che la partecipazione non sia disinvestita per due anni;
- Le società, le quali hanno diritto ad una deduzione dall'imponibile del 20% della somma investita, con un limite massimo di 1.800.000 euro per periodo d'imposta e a condizione che la partecipazione non sia disinvestita per due anni;

⁶¹ Il concetto di *work for equity* è solitamente utilizzato per indicare quelle situazioni in cui il lavoro che è stato o sarà prestato a favore di una società è remunerato mediante l'assegnazione di quote, azioni, strumenti finanziari partecipativi o diritti aventi ad oggetto l'acquisizione degli stessi.

- Deduzione che sale al 25% nel caso di investimenti in startup a vocazione sociale, e al 27% per le aziende che sviluppano e commercializzano esclusivamente prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico in ambito energetico. Le agevolazioni spettano fino a un ammontare complessivo dei conferimenti non superiore a 15 milioni per ciascuna startup innovativa.

Tali deduzioni sono valide per gli anni 2013, 2014 e 2015. La normativa di riferimento che regola le start-up innovative stabilisce anche gli obblighi informativi e di trasparenza che le imprese devono fornire sul proprio sito internet con aggiornamenti almeno semestrali, e sono⁶²:

- Data e luogo di costituzione, nome e indirizzo del notaio;
- Sede sociale ed eventuali sedi periferiche;
- Oggetto sociale;
- Breve descrizione dell'attività svolta, comprese le attività e le spese in ricerca e sviluppo;
- Elenco dei soci, con evidenza delle fiduciarie, holding, con autocertificazione di veridicità;
- Elenco delle società partecipate;
- Indicazione di titoli di studio e delle esperienze professionali dei soci e del personale che lavora nella start-up (ad eccezione dei dati sensibili);
- Indicazione dell'esistenza di relazioni professionali, di collaborazione o commerciali con incubatori certificati, investitori istituzionali e professionali, università e centri di ricerca;
- Ultimo bilancio depositato (nel formato "standard XBRL");
- Elenco dei diritti di privativa su proprietà industriale e intellettuale.

⁶² Start-up innovative Def. – sito Consob

2.2.3. Gli incubatori di impresa

Attestata in ambito internazionale la difficoltà che affrontano le start-up nei primi esercizi di attività, il legislatore ha previsto la possibilità di usufruire dei servizi di “incubatori” ossia soggetti societari che sostengono la nascita e lo sviluppo delle start-up. Oggi secondo la dottrina americana gli incubatori di ultima generazione sono caratterizzati dalla specializzazione dei servizi di supporto all’accesso al mercato e ai clienti, di supporto alla cooperazione nell’ambito di cluster e network e nell’acquisizione di uno stile di gestione imprenditoriale. Questi incubatori sono focalizzati a supportare la nascita e lo sviluppo di imprese tecnologiche e innovative, generando valore in termini di valore immobiliare, valore derivante dal suo sfruttamento, valore economico-sociale raggiunto nell’ambito delle comunità e valore delle imprese supportate. Invece secondo la definizione comunitaria per incubatori di impresa si intende : *“un’organizzazione che accelera e rende sistematico il processo di creazione di nuove imprese fornendo loro una vasta gamma di servizi di supporto integrati che includono gli spazi fisici dell’incubatore, i servizi di supporto allo sviluppo del business e le opportunità di integrazione e networking.”*⁶³

Per l’ordinamento italiano, gli incubatori devono possedere i seguenti requisiti:

- disporre di strutture, anche immobiliari, idonee.
- disporre di attrezzature adeguate, quali accesso a internet ultraveloce, macchinari per test e prove.
- avere amministratori e dirigenti di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione.
- avere regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e istituti finanziari.
- avere una comprovata esperienza nell'attività di sostegno alle start-up innovative, valutata attraverso la concreta attività prestata.

Qualora posseggano i requisiti richiesti anche gli incubatori, come le start-up innovative, devono essere iscritti in una sezione speciale del registro delle

⁶³ Def. Incubatori – Sito rete Incubatori Toscani

imprese tenuto dalle Camere di commercio⁶⁴ dove è possibile assumere informazioni sulle loro attività e caratteristiche.

2.2.4. I portali d'investimento online

Per assumere le informazioni necessarie a decidere se investire in strumenti finanziari emessi da start-up innovative gli investitori si riferiscono ai portali online che si occupano di *equity crowdfunding*. Queste piattaforme, sottoposte a vigilanza dalla CONSOB forniscono agli investitori tutte le informazioni sulle start-up e sulle singole offerte mettendo a disposizione della consultazione da parte dei potenziali investitori delle apposite schede (redatte secondo il modello standard stabilito nel Regolamento CONSOB); queste offerte possono essere presentate anche tramite immagini, video o "*pitch*"⁶⁵.

Per garantire la sicurezza e la validità del servizio e la veridicità delle informazioni la gestione di portali è riservata a due categorie di soggetti:

- I soggetti autorizzati dalla Consob e iscritti in un apposito registro definito “ordinario” e tenuto dalla medesima Autorità. Per essere iscritti in questa sezione del registro i gestori devono possedere alcuni requisiti, la quale perdita ne comporta la cancellazione, e sono:
 1. la forma giuridica di società di capitali;
 2. il possesso, da parte dei soci di controllo, dei previsti requisiti di onorabilità;
 3. il possesso, da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, dei previsti requisiti di onorabilità (gli stessi dei soci di controllo) e di professionalità;
 4. la presentazione di una relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa (da predisporre secondo le indicazioni allegate al Regolamento Consob).
- Mentre nella sezione definita “speciale” sono iscritte le banche e alle imprese di investimento (SIM) già autorizzate alla prestazione di servizi di investimento

⁶⁴ <http://startup.registroimprese.it/>

⁶⁵ Def. Pitch : presentazioni, normalmente in formato Microsoft PowerPoint, con cui si descrivono l'azienda, la sua idea di business, le persone che la compongono e i piani che intendono perseguire con l'investimento cercato

(definiti anche "gestori di diritto") e che hanno comunicato alla Consob la loro intenzione di offrire anche il servizio di gestione di portali di *equity crowdfunding*.

Il registro è liberamente consultabile sul sito della CONSOB nonché dai siti dei diversi siti ufficiali dei portali. Ad esercitare la vigilanza è la stessa Consob che può richiedere informazioni e documenti ed ha poteri ispettivi. In caso di accertate violazioni o irregolarità può emettere sanzioni, sospendere temporaneamente o radiare dal registro il gestore. I gestori che operano nella sezione ordinaria del registro detenuto dalla Consob non possono in alcun modo intervenire sulle scelte degli investitori fornendo consulenza finanziaria: una volta che l'investitore decide di investire in una start-up, il gestore del portale deve trasmettere l'ordine di adesione direttamente ad una banca o una impresa di investimento che provvederanno a perfezionare la sottoscrizione degli strumenti finanziari. I gestori ordinari non possono detenere in alcun modo somme di denaro di pertinenza dei sottoscrittori né eseguire direttamente gli ordini di sottoscrizione che giungono sul proprio, in quanto una volta trasmessi alle banche o alle SIM saranno queste a organizzare la raccolta delle somme investite dai sottoscrittori .

In virtù della normativa MiFID⁶⁶ le banche e le SIM hanno l'obbligo di rispettare una serie di norme di comportamento e obblighi informativi molto rigidi nell'esecuzione delle attività per cui sono state autorizzate (tra cui la "profilatura della clientela"⁶⁷). Il Regolamento Consob stabilisce che, se l'investimento viene effettuato tramite i gestori ordinari allora si attua una disapplicazione della disciplina sui servizi di investimento ma solo nel caso in cui gli investimenti siano complessivamente al di sotto di una determinata soglia pari a:

- 500 euro per singolo ordine e 1.000 euro per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle persone fisiche,

⁶⁶ La MiFID è una direttiva comunitaria che disciplina alcune normative in materia di mercati degli strumenti finanziari allo scopo di creare un mercato finanziario europeo più competitivo ed integrato possibile

⁶⁷ La profilatura si attiene alla compilazione di un questionario precedentemente all'esecuzione di servizi di investimento da parte di intermediari finanziari o banche ed è destinato alla definizione delle conoscenze in ambito finanziario economico che il cliente possiede e alla determinazione del livello di rischio a cui può essere esposto.

- 5.000 euro per singolo ordine e 10.000 euro per ordini complessivi annuali, per gli investimenti delle persone giuridiche.

Per poter applicare l'esenzione, è necessario che gli investitori dichiarino di non avere superato le soglie nei loro investimenti eseguiti in tutti i portali online iscritti nel registro e nel limite temporale di un anno solare. Nel caso in cui tale investimento venga eseguito su portali gestiti da banche o SIM (ossia soggetti che dispongono già di una autorizzazione per svolgere servizi di investimento e che hanno possibilità di gestire la raccolta di capitali degli investitori) allora non godono della disapplicazione delle disciplina ma vengono applicate le normali regole materia di servizi di investimento, come chiarito nella Comunicazione Consob n. 0066128 del primo agosto 2013.

2.2.5. Gli strumenti finanziari oggetto dell'offerta

Il "Decreto crescita bis" ha stabilito che sui portali *on-line* è possibile svolgere offerte aventi ad oggetto unicamente "strumenti di capitale di rischio" emessi da *start-up* innovative: si tratta delle azioni di S.p.a. e delle quote di S.r.l. (sono esclusi titoli di debito come le obbligazioni). In questo modo chi sottoscrive tale tipologia di investimento ha diritto a godere, come in tutte le sottoscrizioni riguardanti strumenti di capitale di rischio, al dividendo sugli utili che la società ha conseguito nel periodo di riferimento: come sappiamo una start-up non può distribuire utili, come stabilito dal Decreto Crescita Bis, per un massimo di 4 anni dalla sua iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese, ciò significa che la remunerazione di chi sottoscrive questa tipologia di investimento sarà prolungata nel tempo ma al contempo potrà beneficiare di un trattamento fiscale di favore come abbiamo già spiegato in precedenza.

2.2.6. Gli obblighi informativi dei portali online

Il ruolo fondamentale del portale è quello di assicurare che gli investitori possano comprendere caratteristiche e rischi degli investimenti proposti, prendendo visione della relativa informativa presente nel portale e della presente sezione di *investor education*. Il portale gestito da un soggetto iscritto nel registro

tenuto dalla Consob deve mettere a disposizione dell'investitore le informazioni necessarie a assumere consapevoli decisioni di investimento mettendolo a piena conoscenza delle caratteristiche degli strumenti che sta sottoscrivendo e i rischi insiti negli stessi .

Il Regolamento Consob stabilisce che le informazioni che il portale deve offrire debbano riguardare i tre principali aspetti dell'*equity crowdfunding*⁶⁸:

A. Le informazioni sul portale:

- chi gestisce il portale (chi controlla tale soggetto e chi svolge funzioni di amministrazione direzione e controllo).
- le attività svolte da portale.
- come sono gestiti gli ordini per la sottoscrizione degli strumenti finanziari offerti.
- i costi a carico degli investitori.
- le misure che il portale ha predisposto per gestire i rischi di frode, i conflitti di interesse, i reclami e il corretto trattamento dei dati personali.
- i dati aggregati sulle offerte svolte dal portale e i risultati raggiunti.
- la normativa di riferimento, i *link* al registro tenuto dalla Consob, alla sezione di *investor education* predisposta dalla Consob e alla sezione speciale del registro delle imprese dedicata alle *start-up* innovative e agli incubatori.
- i provvedimenti sanzionatori o cautelari che la Consob ha adottato nei riguardi del gestore del portale.
- le iniziative assunte nei confronti delle *start-up* innovative nei casi di inosservanza delle regole di funzionamento del portale.

B. Cosa comporta investire nel capitale di rischio emesso da una start-up innovativa:

- il rischio di perdere l'intero capitale investito;

⁶⁸ Regolamento Consob Equity Crowdfunding, sito Consob

- il rischio di non poter monetizzare in breve tempo l'investimento (rischio di illiquidità).
- il fatto che non percepirà i dividendi sugli utili finché la società sarà una *start-up* innovativa (come imposto dal Decreto Crescita bis).
- i benefici fiscali introdotti dal Decreto crescita *bis* (durata e decadenza).
- le deroghe al diritto societario e al diritto fallimentare.
- i contenuti tipici di un *business plan*.
- il diritto di recesso che il Regolamento Consob attribuisce agli investitori *retail* esercitabile (senza alcuna spesa né motivazione) entro sette giorni dalla data dell'adesione *on-line* all'offerta.

C. *Le informazioni riguardanti le singole offerte :*

- una "scheda" con tutte le informazioni che la Consob ha elencato nell'Allegato 3 del Regolamento e i relativi aggiornamenti.
- le banche e le imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini per la loro esecuzione.
- il conto corrente (vincolato) della *start-up* innovativa presso cui saranno depositate le somme raccolte.
- le informazioni e le modalità per esercitare il diritto di revoca dell'adesione all'offerta che il regolamento Consob attribuisce agli investitori *retail* definiti come quelli "diversi dagli investitori professionali" (le banche, le SIM, le compagnie di assicurazione, etc.) nei casi in cui sopraggiungano dei fatti in grado di influire sulla decisione di investimento.
- le informazioni sullo stato delle adesioni alle offerte (modalità di pubblicazione , aggiornamento, raggiungimento soglie di adesione).

2.2.7. Percorso di investimento consapevole

Il Regolamento Consob ha cercato di rendere l'investitore *retail* , poco affine agli ambiti finanziari, maggiormente informato e cosciente delle conseguenze delle

sue sottoscrizioni imponendo un "percorso di investimento consapevole": per accedere alla sezione del portale in cui è possibile aderire alle offerte c'è bisogno di compilare un apposito questionario on-line da cui risulti che è stata presa visione delle informazioni messe a disposizione e che si ha piena consapevolezza delle caratteristiche e i rischi dell'investimento in start-up innovative. Se l'investitore *retail* non supera in maniera positiva il questionario il gestore non può consentire che questi aderisca alle offerte presenti sul portale.

Inoltre prima di procedere alla compilazione del questionario il regolamento Consob prevede che gli investitori *retail* debbano, mediante le modalità presenti sul portale⁶⁹:

- Dare prova di aver preso visione delle informazioni di *investor education* presenti nell'apposita sezione sul sito *internet* della Consob;
- aver risposto positivamente a un questionario sulle caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento in *start-up* innovative;

dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente l'intera perdita dell'investimento che intendono effettuare.

2.2.8. Le regole speciali dell'offerta online

Le offerte online di strumenti finanziari emessi dalle start-up innovative o PMI innovative vanno presentate al pubblico tramite l'emanazione di una scheda informativa (e non un prospetto informativo come accade di norma). Tale scheda va pubblicata sul portale e redatta secondo le regole stabilite dal TUF e dal regolamento Consob in materia, ossia:

- Non possono superare la somma di 5 milioni di euro;
- Possono essere trattate solo da portali gestiti da soggetti iscritti o annotati nel Registro tenuto dalla Consob.
- Possono avere ad oggetto solo strumenti finanziari rappresentativi del capitale di rischio (azioni o "quote").
- Vanno a buon fine solo se il 5% del loro ammontare è sottoscritto da un investitore professionale⁷⁰, con la modifica del regolamento Consob in atto

⁶⁹ Percorso di investimento consapevole , *Regolamento Consob Equity Crowdfunding* , Sito Consob

dal gennaio 2016 sono stati inclusi nel limite percentuale anche gli investitori “su richiesta” come i *business angels*.

- Devono riconoscere il diritto di revoca agli investitori per i casi in cui intervengono cambiamenti significativi della situazione della *start-up* o delle condizioni dell'offerta.

Infine, affinché l'offerta sia ammessa sul portale, lo statuto della *start-up* deve prevedere:

- Nel caso in cui, una volta che si è chiusa l'offerta sul portale, i soci di controllo trasferiscano il controllo a terzi, la possibilità per gli altri soci di recedere dalla società (diritto di recesso a seguito del quale si ha diritto alla liquidazione della propria partecipazione) ovvero il diritto per gli altri soci di vendere anche le proprie partecipazioni al soggetto che acquista il "pacchetto di controllo" alle stesse condizioni applicate ai soci di controllo (meglio noto come diritto di "co-vendita" o "*tag-along*").
- La comunicazione alla *start up* nonché la pubblicazione (sul sito della stessa) dei patti parasociali.⁷¹

Alla chiusura dell'offerta il portale dovrà verificare che il 5% degli strumenti finanziari offerti sia stato sottoscritto da investitori professionali e che siano state rispettate tutte le altre condizioni della singola offerta.

2.2.9. Obblighi informativi delle singole offerte online

Tutte le informazioni che di cui un sottoscrittore ha bisogno per concludere con adeguata conoscenza una sottoscrizione vengono incluse in una "*scheda*", formulata secondo le indicazioni fornite dalla Consob nell'Allegato 3 del Regolamento, ossia:

⁷⁰ Per essere riconosciuto professionale dall'intermediario finanziario, infatti, l'investitore deve avere soddisfatto almeno due dei seguenti requisiti:

1) il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;

2) il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR;

3) il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

⁷¹ I Patti parasociali sono quegli accordi tra soci (detti anche sindacati azionari), in base ai quali si stabilisce un comportamento comune per influenzare la vita della società. Si differenziano dai patti sociali che espressi nello statuto, vincolano tutti i soci incidendo sul funzionamento della società.

- Le banche e le imprese di investimento cui saranno trasmessi gli ordini per la loro definitiva esecuzione;
- Il conto corrente (vincolato) della *start-up* innovativa presso cui saranno depositate le somme raccolte;
- Le informazioni e le modalità per esercitare il diritto di revocare l'adesione all'offerta nei casi in cui, una volta che l'investitore abbia aderito all'offerta, sopraggiungano dei fatti in grado di influire sulla decisione di investimento (fatti nuovi sull'offerta oppure modifiche delle informazioni fornite a seguito di un errore);
- Le informazioni sullo stato delle offerte (modalità di pubblicazione e aggiornamento).

Affinché un'offerta vada a buon fine è necessario che si verifichino tutte le condizioni cui è subordinato il suo perfezionamento. Si tratta dei presupposti stabiliti dalla legge e dal Regolamento Consob e delle ulteriori eventuali condizioni apposte dalla *start-up* e di cui l'investitore prende conoscenza leggendo la "scheda" dell'offerta pubblicata sul portale.⁷²

Abbiamo due tipologie di offerta :

- Un'offerta "tutto o niente" dove se non è raggiunto il 100% delle adesioni (di cui il 5% da parte di investitori professionali), l'offerta decade (e i soldi versati per la sottoscrizione degli strumenti finanziari nel conto indisponibile sono restituiti agli investitori).
- Un'offerta *scindibile* che, a prescindere dalle somme raccolte (per le quali però esiste un maggior rischio di fattibilità del progetto imprenditoriale nel caso in cui l'offerta raggiunga un numero di sottoscrizioni ridotto), viene considerata conclusa con successo.

2.2.10. I rischi dell' investimento

Investire nei progetti di sviluppo e crescita di una *start-up* o PMI innovativa può comportare grandi guadagni in termini di *capital gain* ma allo stesso tempo

⁷² Condizione dell'offerta di strumenti finanziari su portali online., Regolamento Consob equity crowdfunding – sito Consob

nasconde al suo interno una lunga lista di rischi economici ai quali bisogna tenere porre particolare attenzione (soprattutto in caso di investitore *retail*):

A. *Un rischio di investimento*

Una start-up offre un'idea e un progetto per realizzarla e molto spesso le capacità dell'investitore di valutare la redditività e validità di questo progetto vengono influenzate da elementi di tipo emotivo (usando presentazioni ad effetto, pitch, immagini) non permettendo un investimento pienamente valutato e razionale.

B. *Un rischio economico-finanziario*

Va considerato infatti che gli strumenti quali-quantitativi di tipo economico finanziario (bilanci, report, informazioni e notizie) per società nate da poco sono molto difficili da reperire e ciò impedisce all'investitore di fare analisi prospettiche sugli andamenti futuri del progetto da sottoscrivere. Bisogna inoltre ricordare la tipologia dell'investimento che si va ad effettuare: acquisire e sottoscrivere quote di capitale di rischio rende gli investitori soci a tutti gli effetti della start-up nascente e ciò implica la partecipazione alle perdite, con il rischio di poter perdere anche tutto il capitale investito, o ai guadagni, ricordando che per il Decreto crescita Bis le start-up per almeno 4 anni consecutivi non possono distribuire utili. Per questo un investitore deve essere a conoscenza delle possibili ricadute di tipo economico e cercare di valutare ulteriori tipologie di investimento che possano maggiormente "calzare" le sue capacità economiche: investire in titoli meno redditizi ma più sicuri, diversificare gli investimenti, strumenti con maggiore liquidità che consentono uno smobilizzo e un collocamento agile sul mercato.

C. *Rischio di Illiquidità:*

Un ulteriore rischio è quello di illiquidità collegato sia al divieto per un primo periodo di scambiare gli strumenti sottoscritti su mercati organizzati e sia al fatto che non esiste un "mercato secondario" organizzato sul quale è possibile effettuare gli scambi una volta che gli strumenti sono stati

sottoscritti (pur restando presente la possibilità di effettuare una compravendita tra privati).

D. Rischio di truffe online:

Possibilità di indirizzi, numeri telefonici, identità false o coordinate bancarie di difficile localizzazione. Per proteggere gli investitori la Consob espone tutte le informazioni sui gestori di portali online nei suoi registri , sempre consultabili sul sito dell'Autorità.

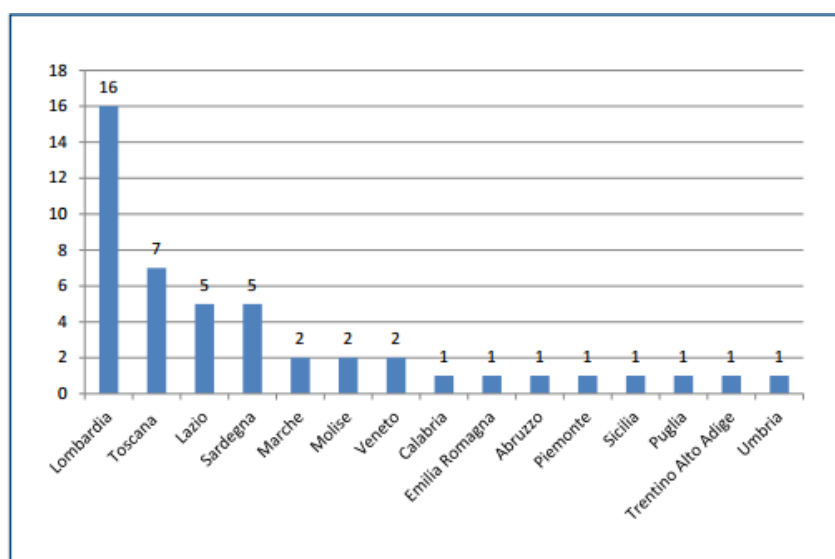
2.2.11. L'*equity crowdfunding* in Italia

Osservando il contesto italiano, l'*equity crowdfunding* ancora non ha riscosso il successo sperato : se da una parte sono ancora poche le campagne lanciate dall'altro permangono delle difficoltà da parte dei piccoli investitori di avvicinarsi a questa tipologia di finanziamento.

Analizzando i numeri di crescita del fenomeno osserviamo un trend positivo negli ultimi anni ma la crescita, se analizzata in termini geografici procede con velocità diverse: da una parte troviamo le regioni del nord, come Piemonte e Lombardia , che si attestano ai primi posti sia per campagne lanciate sia per numero di start-up o PMI innovative (3400), e dalla parte opposta troviamo le regioni del Sud e le isole (1300), con valori molto bassi se non nulli; nella media la situazione del centro Italia (1800)⁷³. Per quanto riguarda gli incubatori certificati è possibile riscontrarli sono nel centro-nord Italia (16) con una situazione disastrosa nel Sud e nelle isole (0). Per quanto riguarda i portali quelli autorizzati sono 16 iscritti nella sezione ordinaria e 1 nella sezione “di diritto”. Numeri che confermati anche dalle informazioni raccolte dall'Osservatorio sul *crowdfunding* su un campione di 14 campagne effettuato nel 2015 (Grafico 6).

⁷³ http://paglietti.eu/onewebmedia/2016_11_28.pdf

Grafico 6 - Posizionamento geografico delle imprese protagoniste delle campagne di *equity crowdfunding*



Fonte : Report sul *crowdfunding* – Politecnico di Milano 2016

Passando ad una valutazione numerica e grafica delle campagne di *equity crowdfunding* lanciate tra il 2012 e il 2016, abbiamo:

- 59 campagne lanciate
- 22 concluse con successo (il 51.2% del totale)
- 21 concluse senza successo (48.8% del totale)
- 16 attualmente in fase di raccolta
- 2 di questa hanno già superato il target minimo di successo

Per quanto riguarda il target minimo di successo nella raccolta, ossia il quantitativo minimo per considerare la campagna conclusa con successo in caso di offerte scindibile possiamo affermare che (Tabella 4):

Tabella 4 - Statistiche sulle offerte di *equity crowdfunding* in Italia

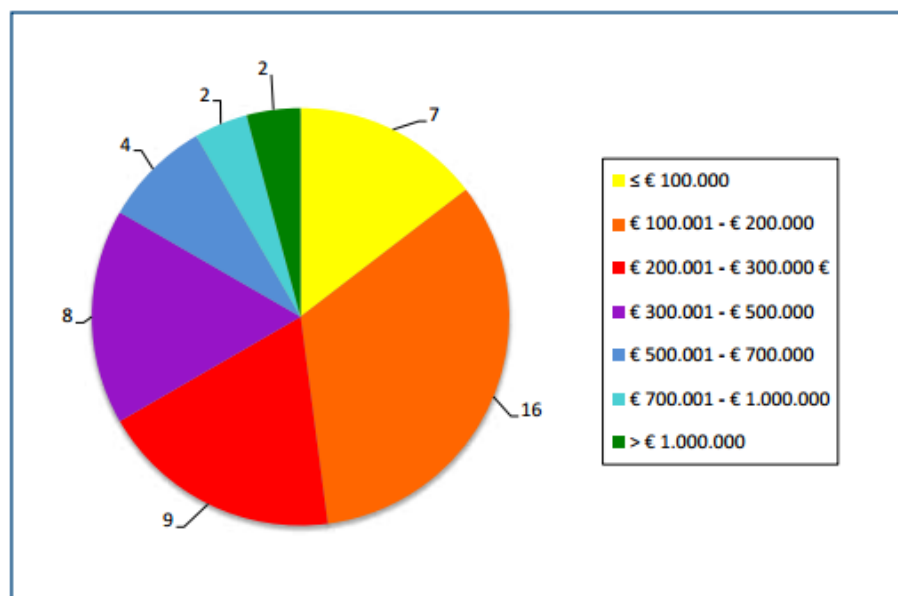
	Valore medio	Valore mediano	Valore minimo	Valore massimo
Target di raccolta (euro)	316.903	245.000	50.000	1.000.227
Quota del capitale offerta	22,68%	20,00%	0,95%	86,67%

Fonte : Report sul *crowdfunding* – Politecnico di Milano 2016

Il target⁷⁴ medio si attesta sui 316,903 euro e che mediamente viene offerta tramite campagne di *equity crowdfunding* solamente il 21.43% del capitale di rischio e soli in due casi è stato offerto più del 50% del capitale di rischio; inoltre, un dato molto soddisfacente riguarda la percentuale di raggiungimento del target che viene soddisfatto nel 96.3% dei casi.

Analizzando invece la segmentazione del target di raccolta, è interessante notare l'alta varietà delle campagne proposte che vanno dalle 7 sotto i 100.000 euro , con valori minimi di 50,000 (come quella di Cleanbnb) fino alla campagna mostre a di Synbiotec Srl sul portale Next Equity che mirava a raccogliere ben € 1.000.227 (Grafico 7).

Grafico 7 - Segmentazione target campagne di *equity crowdfunding*

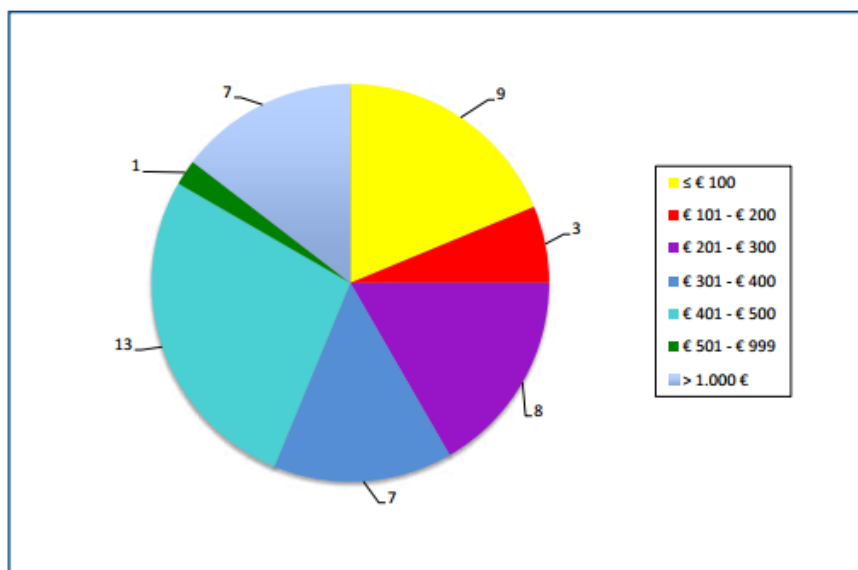


Fonte : Report sul *crowdfunding* – Politecnico di Milano 2016

Un altro parametro interessante è l'importo minimo di investimento deciso per le diverse campagne. Nella Grafico 8 si evidenziano strategie abbastanza diversificate: in 9 campagne la soglia minima era molto bassa e inferiore a € 100; il gruppo più numeroso (13 casi, pari al 27,1%) comprende le campagne con importo minimo compreso fra € 401 e € 500. Abbiamo però anche ben 7 campagne in cui la soglia minima era superiore a € 1.000 .

⁷⁴ Il target di raccolta è definito come l'importo riportato nei documenti messi a disposizione dei navigatori di Internet e indicato come 'obiettivo di raccolta'

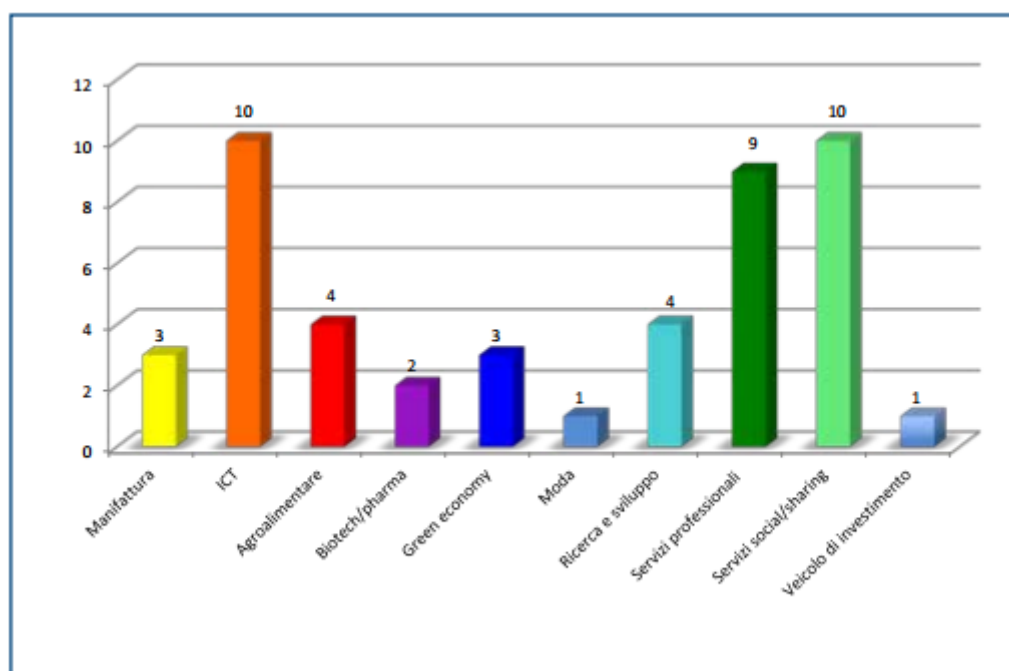
Grafico 8 - Importo minimo di investimento ammesso nelle campagne



Fonte : Report sul *crowdfunding* – Politecnico di Milano 2016

Molto interessante anche il dato offerto dalla Grafico 9 che disaggrega il campione delle emittenti per area di business, sulla base delle informazioni rilasciate pubblicamente nelle offerte. Chiaramente l'evidenza è condizionata dallo status di imprese innovative: i settori più rappresentati sono quelli dell'ICT (10 casi), dei servizi sviluppati attraverso *social network o sharing* (10 casi) e dei servizi professionali (10 casi). Infine l'agroalimentare e la ricerca con 4 imprese ciascuno.

Grafico 9 - Area di business delle imprese protagoniste delle campagne



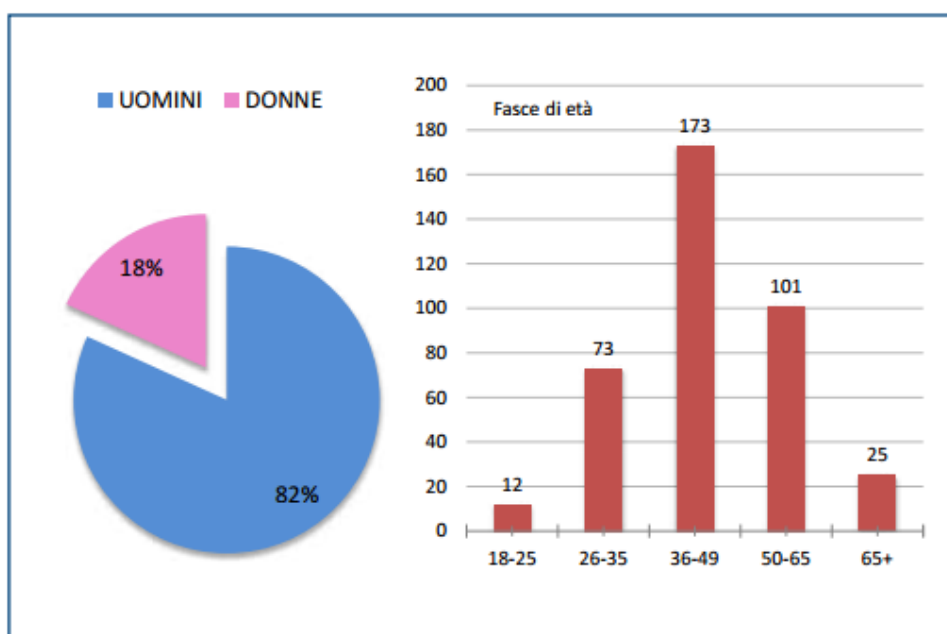
Fonte : Report sul *crowdfunding* – Politecnico di Milano 2016

Un'analisi meritevole di attenzione è quella che riguarda la figura degli investitori, analizzata in base alla provenienza geografica e alle categorie di appartenenza. Suddividendo l'analisi tra persone fisiche e quelle giuridiche notiamo che:

- Per quanto riguarda le persone fisiche la distribuzione per sesso è utile osservare una netta prevalenza del sesso maschile: solo il 18% delle sottoscrizioni proviene da investitori di sesso femminile. Mentre in termini di età l'*equity crowdfunding* in Italia è supportato soprattutto da adulti con età compresa fra 36 e 49 anni (il valore medio è 45 anni). Si può ipotizzare che il contributo da una parte dei più giovani sia meno rilevante a causa delle minori disponibilità economiche. Ben il 96% dei sottoscrittori ha investito in una sola campagna e in totale sono stati certificati 365 investitori unici che è sicuramente un numero esiguo ma che permette di ipotizzare un movimento crescente di investitori che si

avvicina per la prima volta a questi strumenti di investimento diretto (Grafico 10).

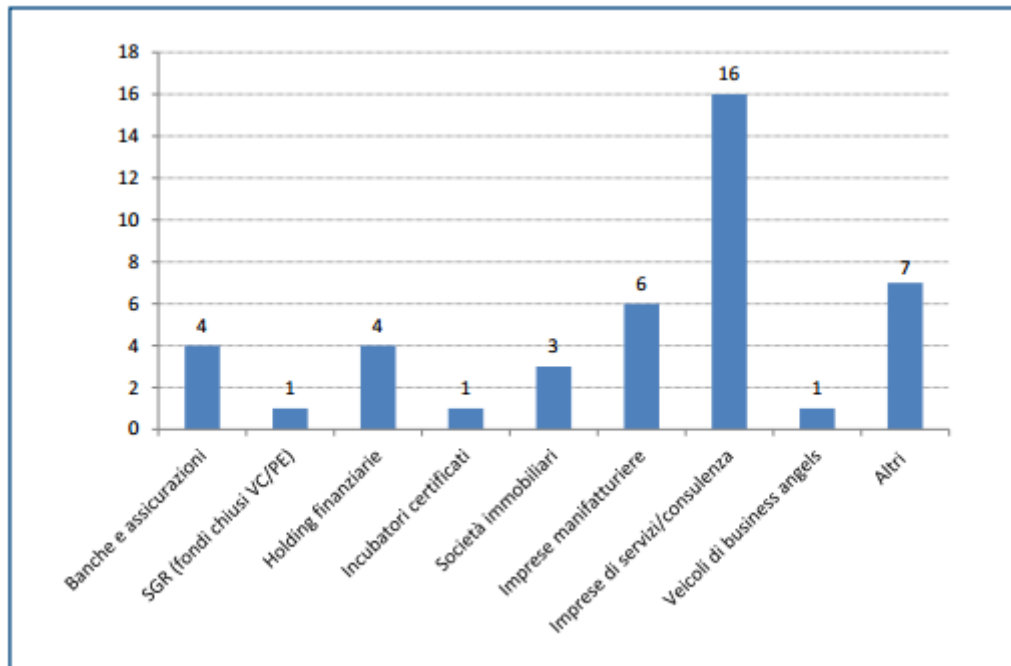
Grafico 10 - Categorizzazione per sesso ed età degli investitori



Fonte : Report sul *crowdfunding* – Politecnico di Milano 2016

- Per quanto riguarda le persone giuridiche queste hanno sede in Lombardia (17 casi), Veneto e Piemonte (6 casi ciascuno), Toscana ed Emilia Romagna (5 osservazioni ciascuno). Come è lecito aspettarsi, compaiono categorie quali banche e assicurazioni (4 casi), incubatori certificati e investitori professionali in fondi chiusi di venture capital e *private equity* (poiché il loro intervento è necessario per raggiungere la quota del 5% dell'offerta minima richiesta da CONSOB) ma le categorie più numerose sono quelle delle società di servizi e consulenza (16 casi), che insieme alle holding finanziarie (4 casi) e alle società immobiliari (3 casi) vengono probabilmente usate come veicoli per la gestione delle partecipazioni. Particolarità, compaiono anche società manifatturiere (6 casi) che forse intendono diversificare i propri investimenti in startup innovative, magari seguendo un interesse sulla tecnologia o servizio realizzato (Grafico 11).

Grafico 11 - Segmentazione degli investitori



Fonte : Report sul *crowdfunding* – Politecnico di Milano 2016

Per quanto riguarda le prospettive future dell'*equity crowdfunding* in Italia , ci si aspetta sicuramente il mantenimento di un trend di crescita nel numero delle campagne lanciate. Alcune proposte prevedono la possibile estensione dell'*equity crowdfunding* ad altre categorie di imprese che non si qualificano come startup o PMI innovative. Ulteriori punti di sviluppo potrebbe consistere nel migliorare le tecniche e le infrastrutture tecnologiche, oppure organizzare un mercato secondario delle quote, successivo alla campagna di *crowdfunding*. Aumentare e incentivare lo spazio per i *business angels*, che potranno organizzare dei veri e propri '*syndicates*' come già accade in altri paesi europei, coinvolgendo nuovi piccoli soci meno esperti nell'*equity crowdfunding*. Infine, è auspicabile che si diffondano delle buone prassi, magari frutto di autoregolamentazione nell'ambito dell'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (AIEC)⁷⁵, per dare un contenuto uniforme e completo all'informativa che compare sulle piattaforme. Capita a volte che vi siano dati contraddittori o insufficienti nei vari documenti sottoposti,

⁷⁵ L'associazione Italiana dell'Equity Crowdfunding (AIEC) nasce per riunire le principali piattaforme di equity crowdfunding in Italia con l'obiettivo di raccogliere gli operatori, autorizzati dalla Consob, che gestiscono le operazioni di raccolta online di capitale di rischio per nuove imprese.

rispetto alla raccolta target e ai piani di investimento futuri che non consentono un facile approccio agli investitori *retail* , negando la possibilità di effettuare un investimento in piena consapevolezza e sicurezza.

CAPITOLO 3

MINIBOND: STRUTTURAZIONE DELL'OPERAZIONE E PROCESSO DI EMISSIONE

3.1. Riferimenti normativi

3.1.1. Decreti Sviluppo, Sviluppo *bis*

In un paese come l'Italia la crisi economica che ha investito il sistema bancario, e il razionamento del credito che ne è conseguito, hanno avuto un impatto enorme sulle capacità di crescita economica delle PMI, poiché sovraesposte ai finanziamenti di derivazione bancaria. Tutto questo ha imposto ai governi Monti, Letta e Renzi la promulgazione di riforme e Decreti Legge che intervenissero direttamente nei confronti delle piccole e medie imprese. L'intento primario è stato sicuramente favorire la diversificazione delle fonti di finanziamento delle imprese, aprendo percorsi diretti verso il mercato e rendendo le imprese più versatili e competitive rispetto alle loro concorrenti europee; un'apertura al mercato permetterebbe il miglioramento della struttura finanziaria delle imprese stesse, che come abbiamo analizzato nel capitolo primo, presenta un valore medio dei debiti bancari sul totale dei debiti finanziari più alto della media europea.

Gli interventi in questione sono Decreto Sviluppo⁷⁶, successivamente modificato e integrato con il cosiddetto Decreto Sviluppo Bis⁷⁷ nell'ottobre 2012, proseguendo in ordine cronologico il Decreto Destinazione Italia⁷⁸ e il Decreto Crescita e Competitività⁷⁹. I decreti hanno l'intenzione di ampliare la schiera di strumenti disponibili per le PMI per recuperare risorse adatte ai loro progetti di sviluppo, ammettendo nuove tipologie di soggetti ammissibili alla sottoscrizione dei titoli o anche a rivedere l'impianto normativo che regola possibili strumenti

⁷⁶ Decreto Legge n. 83 approvato il 22 giugno 2012, modificato dalla legge di conversione del 7 agosto 2012 N 34

⁷⁷ Decreto Legge del 18 ottobre 2012 n 179 modificato dalla legge di conversione del 17 dicembre 2012 N. 221

⁷⁸ Decreto Legge del 23 Dicembre 2013, n .145 modificato dalla legge di conversione del 21 Febbraio 2014 n. 9

⁷⁹ Decreto Legge del 24 giugno 2014 n.91, modificato dalla legge di conversione del 11 agosto 2014 n 116

utilizzabili dalle PMI come le cambiali finanziarie⁸⁰ e le obbligazioni di medio-lungo termine, meglio note come “mini-bond”, ma che sin d’ora, anche a causa di politiche fiscali non incentivanti, avevano raccolto scarso successo.

Entrambi i decreti Sviluppo sono stati emanati per garantire la possibilità alle piccole e medie imprese di trovare una soluzione alternativa e in tempi rapidi al canale bancario come fonte di finanziamento ponendo le basi per una traslazione verso un sistema più orientato al mercato. Su queste basi è nata la motivazione del legislatore nel regolamentare i mini-bond, che in breve potremo definire come prestiti obbligazionari emessi da società non quotate, ma che analizzeremo approfonditamente in seguito, cercando di attivare l’attenzione degli investitori istituzionali e dei fondi di investimento specializzati. Prima di approfondire la tematica inerente ai mini-bond, è importante sottolineare che gli interventi delle riforme hanno disciplinato ed agevolato anche le emissioni di strumenti di debito a breve termine (cambiali finanziarie) e a medio-lungo termine (obbligazioni) ricorrendo ad esempio: all’accesso e alla sollecitazione al mercato dei capitali da parte di emittenti fino al quel momento esclusi, ossia le PMI; le disparità di trattamento fiscale presenti sui mercati italiani tra le emissioni di obbligazioni da parte di società quotate e non; i limiti quantitativi all’emissione di obbligazioni.

Le finalità principali dei due decreti “Sviluppo” sono:

- La liberalizzazione della finanza d’impresa per l’aumento della competizione nel settore finanziario e per la riduzione del costo del denaro.
- La riduzione della dipendenza verso il settore bancario e lo sbilanciamento delle scadenze tra attività e passività.
- La riduzione dei rischi per gli istituti bancari e l’aumento delle opportunità di finanziamento per le imprese.
- L’incremento dei volumi di capitali intermediati sui mercati italiani.

⁸⁰ Introdotte dalla L. 13-1-1994, n. 43, costituiscono un particolare titolo di credito all’ordine, equiparabile alle cambiali ordinarie: devono però contenere la denominazione di cambiali finanziarie. Si tratta di titoli di credito emessi in serie, aventi una scadenza non inferiore a un mese e non superiore a trentasei mesi (termini così modificati dal D.L. 83/2012, conv. in L. 134/2012) dalla data di emissione; sono girabili solo con la clausola «senza garanzia». Le cambiali finanziarie sono dirette alla raccolta di risparmio tra il pubblico.

- Il rafforzamento della patrimonializzazione delle imprese.

I decreti Sviluppo non costituiscono interventi normativi del tutto nuovi poiché tali strumenti godevano già di una disciplina propria⁸¹ ma a causa di importanti limitazioni all'indebitamento e di impegni amministrativi non rispettati appieno, hanno risentito di scarso successo. In precedenza il testo originario del Decreto Sviluppo differenziava le cambiali finanziarie dai mini-bond esclusivamente sulla base della durata del titolo. L'art. 32 del Decreto Legge 83/2012 stabiliva una serie di requisiti per l'emissione di cambiali finanziarie, obbligazioni e mini-bond, ma che all'approvazione della legge in data 07/08/2012 sono stati eliminati e riguardavano:

- *L'emissione deve essere assistita, in qualità di sponsor, da una banca o da un'impresa di investimento, da una società di gestione del risparmio (SGR), da una società di gestione armonizzata, da una società di investimento a capitale variabile (SICAV), purché con succursale costituita nel territorio della Repubblica, che assiste l'emittente nella procedura di emissione dei titoli e lo supporta nella fase di collocamento dei titoli stessi*
- *“Lo sponsor mantiene nel proprio portafoglio, fino alla naturale scadenza, una quota di titoli non inferiore:*
 - 1. Al 5% del valore dell'emissione dei titoli, per le emissioni fino a 5 milioni di euro;*
 - 2. Al 3% del valore dell'emissione dei titoli eccedente 5 milioni di euro, fino a 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione della percentuale di cui al punto 1;*
 - 3. Al 2% del valore dell'emissione dei titoli eccedente 10 milioni di euro, in aggiunta alla quota risultante dall'applicazione delle percentuali di cui ai punti 1 e 2.”*

⁸¹ Legge 13 gennaio 1994, n.43 e il successivo progetto di riforma contenuto nel Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n.6

- *“L’ultimo bilancio deve essere certificato da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili.”*
- *“Le cambiali finanziarie devono essere emesse e girate esclusivamente a favore di investitori professionali che non siano, direttamente o indirettamente, soci della società emittente; il collocamento presso investitori professionali in rapporto di controllo con il soggetto che assume il ruolo di sponsor è disciplinato dalle norme vigenti in materia di conflitto di interesse”.*

È necessario sottolineare che, anche se non previste per i mini-bond i requisiti della presenza dello sponsor, della certificazione del bilancio e della collocazione esclusiva presso investitori istituzionali. , i punti 2) e 3) vengono richiesti da Borsa Italiana come adempimenti necessari per la quotazione.

Uno degli aspetti maggiormente innovativi del Decreto Sviluppo riguarda la modifica del comma 5 dell’art. 2412 del Codice Civile, che stabiliva i limiti all’emissione di obbligazioni. L’art. 2412 stabiliva che⁸² :

1. *La società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. I sindaci attestano il rispetto del suddetto limite.*
2. *Il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali.*
3. *Non è soggetta al limite di cui al primo comma, e non rientra nel calcolo al fine del medesimo, l'emissione di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, sino a due terzi del valore degli immobili medesimi.*

⁸² Confronta art 2412 Codice Civile

4. *Al computo del limite di cui al primo comma concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere .*
5. *Fossero emesse da società per azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati.*

Come si osserva l'articolo 2412 stabilisce il limite massimo di emissione di obbligazioni nell'entità pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Tale limite poteva essere superato solo se, appunto, le quote eccedenti fossero state sottoscritte da investitori professionali e inoltre le disposizioni solamente se gli emittenti erano società con azioni quotate nei mercati regolamentati ed esclusivamente nei casi in cui le obbligazioni emesse fossero destinate loro stesse alla quotazione.⁸³ E di fatti impediva alle società non quotate, che avevano comunque intenzioni di emettere titoli destinati alla quotazione, di eccedere i limiti stabiliti dall'articolo.

L'emanazione dei Decreti Sviluppo ha esteso la deroga del comma 5 anche “*alle emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni*”⁸⁴ . Con il nuovo Decreto anche alle imprese di minori dimensioni, che ancora non hanno le capacità economico finanziarie idonee a sostenere un processo di quotazione, viene concessa la possibilità di emissioni che consentano, quantitativamente, di finanziare progetti di sviluppo e di crescita con emissioni di obbligazioni che abbiano come requisito finale la quotazione.

La legge presentava però anche un ulteriore problema poiché l'art. 2412 del Codice Civile è applicabile solo alle società per azioni e alle società in accomandita per azioni. In considerazione di ciò, l'estensione della deroga ai

⁸³ R. CULICCHI ,J. PUNA , *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds*, in *Diritto Bancario*, Gennaio 2014.

⁸⁴ Confronta Decreto Legge 83/2012, art. 32, comma 26.

limiti alle emissioni non era applicata alle aziende costituite nella forma di società a responsabilità limitata, che rappresentano la maggior parte delle PMI italiane. Allora è stato stabilito che anche le società a responsabilità limitata possono emettere obbligazioni a condizione che ciò sia previsto dall'atto costitutivo e con il limite della possibilità di sottoscrizione esclusivamente da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, così come stabilito dall'art. 2483 del Codice Civile. Lo statuto deve inoltre contenere l'indicazione di quale sia l'organo competente a deliberare in merito all'emissione obbligazionaria. Ciò intende che nel caso in cui una S.r.l. voglia procedere all'emissione di titoli di debito come i mini-bond, dovrà, nel caso in cui lo Statuto non lo preveda, procedere ad una modifica statutaria che stabilisca la possibilità di emettere titoli di debito destinati alla quotazione.

Ulteriore analisi merita l'articolo 32 del Decreto in oggetto che ai comma 19 – 22 prevede la possibilità di emettere obbligazioni (o titoli simili) che contengano clausole di partecipazione (c.d. *mini-bond partecipativi*) o di subordinazione (c.d. *mini-bond subordinati*), o entrambe.

Esattamente il fatto che un obbligazione contenga una clausola di partecipazione indica: *“che parte del corrispettivo spettante al portatore del titolo obbligazionario viene definita da questa clausola, commisurandola al risultato economico dell'impresa emittente. Il tasso di interesse riconosciuto al portatore del titolo (parte fissa del corrispettivo) non può essere inferiore al Tasso Ufficiale di Riferimento pro tempore vigente. La società emittente titoli partecipativi si obbliga a versare annualmente al soggetto finanziatore, entro trenta giorni dall'approvazione del bilancio, una somma commisurata al risultato economico dell'esercizio, nella percentuale indicata all'atto dell'emissione (parte variabile del corrispettivo). Tale somma è proporzionata al rapporto tra obbligazioni partecipative in circolazione e capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato.”*⁸⁵

⁸⁵ Si veda Decreto Legge 83/2012, art. 32, commi 21.

Inoltre è importante aggiungere che *“le regole di calcolo della parte variabile del corrispettivo sono fissate all'atto dell'emissione, non possono essere modificate per tutta la durata dell'emissione, sono dipendenti da elementi oggettivi e non possono discendere, in tutto o in parte, da deliberazioni societarie assunte in ciascun esercizio di competenza e che la variabilità del corrispettivo riguarda la remunerazione dell'investimento e non si applica al diritto di rimborso in linea capitale dell'emissione.”*⁸⁶

Invece per quanto riguarda la definizione di obbligazione con clausola di subordinazione consentono di rimettere il pagamento degli interessi successivamente a quello degli altri creditori dell'impresa *“ad eccezione dei sottoscrittori del solo capitale sociale,; inoltre alle società emittenti titoli subordinati si applicano le norme di cui all'articolo 2435⁸⁷ del codice civile. Le emissioni di obbligazioni subordinate rientrano tra le emissioni obbligazionarie e ne rispettano i limiti massimi fissati dalla legge.”*⁸⁸ Questa tipologia di obbligazione ovviamente presenterà un tasso di rendimento maggiore associato al maggiore rischio sopportato dal detentore. In sostanza, i principali rischi che si assume il sottoscrittore di questa tipologia di bond sono⁸⁹:

- Il rischio di subire una perdita quasi totale qualora l'emittente diventi insolvente ed entri in una procedura in qualche modo simile al fallimento: l'esperienza dimostra che, in questi casi, anche il portatore di questi subordinati, per quanto tra i meno rischiosi in assoluto, tende a perdere quasi il 100% del nominale.
- Il cosiddetto *“extension risk”*, legato al mancato esercizio dell'opzione di rimborso anticipato spesso presente in questa tipologia di titoli e alla conseguente incertezza sulla data di effettiva scadenza.
- L'illiquidità, come è il caso per la generalità delle obbligazioni corporate.

⁸⁶ Si veda Decreto Legge 83/2012, art. 32, commi 22 e 23.

⁸⁷ Entro trenta giorni dall'approvazione una copia del bilancio, corredata dalle relazioni previste dagli articoli 2428 e 2429 e dal verbale di approvazione dell'assemblea o del consiglio di sorveglianza, deve essere, a cura degli amministratori, depositata presso l'ufficio del registro delle imprese o spedita al medesimo ufficio a mezzo di lettera raccomandata.

⁸⁸ Si veda Decreto Legge 83/2012, art. 32, commi 20.

⁸⁹ Le caratteristiche dei Bond subordinati – Nicola Pegoraro - 2016

Il secondo tema sul quale è intervenuto il Decreto Sviluppo e il Decreto Sviluppo Bis riguarda il trattamento fiscale in relazione sia agli emittenti che i sottoscrittori di mini-bond. In particolare abbiamo:

1. Deducibilità degli interessi passivi

Con i Decreti Sviluppo emanati dal governo si è cercato di rendere più agevole l'emissione di obbligazioni e cambiali finanziarie per le PMI equiparandole, dal punto di vista del trattamento fiscale degli interessi alle società quotate, in modo da ridurre ulteriormente le difficoltà di accesso al mercato dei capitali. In particolare il Decreto 83/2012 interviene modificando l'art. 3, comma 115, della Legge 549/1995 ed estendendo la deroga ai limiti da questo prevista, prima destinata solo a banche o società quotate mentre ora viene allargata anche alle società non quotate.

Precedentemente alle novità introdotte dai Decreti 83/2012 e 179/2012 gli interessi passivi erano deducibili al netto di quelli assolutamente indeducibili. Era previsto inoltre che gli interessi derivanti da prestiti obbligazionari fossero deducibili a condizione che al momento dell'emissione il tasso di rendimento non fosse superiore⁹⁰:

- Al doppio del Tasso Ufficiale di Riferimento applicato su obbligazioni e titoli simili negoziati in mercati regolamentati degli Stati Membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all'accordo sullo Spazio Economico Europeo inclusi nella "*White list*"⁹¹.
- Al Tasso Ufficiale di Riferimento, aumentato di due terzi, applicato alle obbligazioni e ai titoli simili diversi dai precedenti.

Nel caso in cui il tasso di riferimento fosse stato superiore alle suddette soglie, gli interessi passivi eccedenti tali limiti avrebbero dovuto essere considerati indeducibili.

⁹⁰ Si veda l'articolo 3, comma 115, Legge 28.12.1995, n. 549

⁹¹ La "white list" comprende gli Stati e territori collaborativi, rientrano "quelli inclusi nella lista di cui all'articolo 168-bis, comma 1, del TUIR, nonché quelli che prevedono un adeguato scambio di informazioni tramite una convenzione per evitare la doppia imposizione sul reddito, uno specifico accordo internazionale o con cui trovano applicazione disposizioni comunitarie in materia di assistenza amministrativa".

In relazione alla nuova politica fiscale applicate alle società precedentemente descritte bisogna comunque effettuare una distinzione tra titoli quotati in mercati regolamentati o presso sistemi multilaterali di negoziazione o in Paesi Membri dell'Unione Europea o in paesi aderenti allo Spazio Economico Europeo inclusi nella *white list*, e titoli non quotati in tali mercati o tali sistemi di negoziazione.

Inoltre il Decreto non ha modificato l'articolo 96 del Testo Unico sulle Imposte sui Redditi⁹², il quale stabilisce che *“gli interessi passivi e gli oneri assimilati [...] sono deducibili in ciascun periodo d'imposta fino a concorrenza degli interessi attivi e proventi assimilati. L'eccedenza è deducibile nel limite del 30 per cento del risultato operativo lordo della gestione caratteristica”*.

Quindi riassumendo quanto precedentemente detto, con il Decreto crescita e il Decreto Crescita Bis: per i titoli quotati la deducibilità degli interessi passivi ai fini dell' Imposta sul Reddito delle Società (IRES) avviene nei limiti del 30% del risultato operativo lordo (ROL); mentre per i titoli non quotati è prevista la deducibilità ai fini IRES, sempre nei limiti del 30% del ROL, ma sotto condizione ossia che⁹³:

- I titoli siano detenuti da investitori qualificati come individuati dall'art. 100 del decreto legislativo n. 58 del 1998 (TUF)⁹⁴;
- Tali investitori non detengano, né direttamente né indirettamente, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, più del 2% del capitale o del patrimonio della società emittente⁹⁵;
- Il beneficiario effettivo dei proventi sia residente in Italia o in Stati che consentono un adeguato scambio di informazioni, al fine di garantire un controllo da parte dell'amministrazione finanziaria.

⁹² D.P.R. 22.12.1986 n. 917

⁹³ Si veda l'articolo 32, comma 8, del Decreto Legge 22.06.2012, n. 83

⁹⁴ Gli investitori qualificati ex art. 100 del d.lgs. 58/1998 sono quelli individuati con regolamento della CONSOB e dotati di particolare esperienza, conoscenze e competenze tali per cui siano in grado di investire in maniera consapevole.

⁹⁵ Per quanto attiene al secondo requisito, sono considerate rilevanti al fine di determinare il rispetto della soglia del 2% non solo le azioni ordinarie ma anche quelle speciali (azioni privilegiate, azioni prive di diritto di voto, azioni con diritto di voto limitato o azioni con diritto di voto subordinato). Concorrono inoltre al calcolo, le partecipazioni detenute dai famigliari indicati dall'art. 5, comma 5, del TUF, le partecipazioni indirette e quelle detenute per interposta persona.

2. *Deducibilità dei costi di emissione*

Viene stabilito dal comma 13 dell'articolo 32 del Decreto Legge 83/2012 che *“le spese di emissione delle cambiali finanziarie, delle obbligazioni e dei titoli simili sono deducibili nell'esercizio in cui sono sostenute indipendentemente dal criterio di imputazione a bilancio”*. Esattamente per spese e costi di emissione si intendono tutte le voci di spese relative all'emissione stessa, che vedremo in seguito, e il loro importo totale dipenderà sia dalle caratteristiche dell'impresa, sia dalla complessità dell'emissione (legata ad esempio alla presenza di eventuali clausole legali o *covenant*), sia dagli sforzi necessari per il collocamento (se l'interlocutore è un singolo fondo di investimento, non sarà necessario probabilmente individuare altri canali di sottoscrizione).

3. *Esenzione dalla ritenuta su interessi ed altri proventi*

Infine l'ultimo punto sul quale, dal punto di vista del trattamento fiscale, interviene il Decreto Sviluppo al comma 9 dell'articolo 32 riguarda i vantaggi fiscali degli investitori: infatti l'esenzione della ritenuta d'acconto⁹⁶ sugli interessi maturati dalla sottoscrizione di cambiali finanziarie e obbligazioni viene esteso alle società che non hanno azioni quotate, diverse da banche o da enti pubblici economici trasformati in società per azioni a condizione che le obbligazioni e/o cambiali finanziarie emesse da queste società siano quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione⁹⁷; è evidente quindi che l'esenzione della ritenuta non è applicabile in caso di titoli non quotati emessi da società non quotate.

Oggi quindi tale disposizione il testo dell' art. 1 del Decreto Legislativo 1 aprile 1996, n. 239, è il seguente: *“La ritenuta del 20 per cento (anche se oggi l'art. 3 del D.L. 24 aprile 2014, n.6, ha disposto l'aumento dell'aliquota al 26% a far data dal 1 luglio 2014) [...] non si applica sugli interessi ed altri proventi delle*

⁹⁶ La ritenuta d'acconto è una trattenuta su un compenso assoggettato a tassazione corrisposto da un soggetto, denominato "sostituto d'imposta", nei confronti di un altro soggetto, detto "percipiente". È un concetto utilizzato in un numero limitato di paesi tra i quali, oltre all'Italia, la Spagna e il Portogallo. Di norma viene applicata dal sostituto d'imposta alle fatture di acquisto di servizi e di prestazioni di lavoro autonomo e dipendente. In rare eccezioni, come in Spagna per gli affitti a non residenti, si applica anche alle fatture di vendita.

⁹⁷ S. Bruno, *op. cit.*

obbligazioni e titoli simili, e delle cambiali finanziarie, emesse da banche, da società per azioni con azioni negoziate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione degli Stati Membri dell'Unione Europea e degli Stati aderenti all' accordo sullo Spazio Economico Europeo inclusi nella lista (White List) e da enti pubblici economici trasformati in società per azioni in base a disposizioni di legge, nonché sugli interessi ed altri proventi delle obbligazioni e titoli simili, e delle cambiali finanziarie, negoziate nei medesimi mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione emessi da società diverse dalle prime”.

Nella pratica oggi esiste una sostanziale parificazione di trattamento fiscale che permette al sottoscrittore di usufruire di un'imposta sostitutiva, nella misura del 26% come previsto dall'articolo 26, comma 1, del D.P.R 600/1973, se si tratta di un *nettista* , ossia di un beneficiario identificabile come persona fisica o come società non commerciale; nel caso in cui invece ad operare la sottoscrizione e quindi l'investimento sia una società o ente commerciale, residente in Italia o è una persona fisica residente in un paese incluso nella *white list* (*c.d. lordista*) non è prevista l'applicazione nemmeno dell'imposta sostitutiva⁹⁸. Questo insieme agli altri decreti è ritenuto uno dei passi fondamentali nella spinta alle piccole e medie imprese verso la ricerca di forme alternative di finanziamento che consentano di attrarre anche le risorse degli investitori esteri, che rappresentano una grande parte del mercato.

3.1.2. Decreto Destinazione Italia e Decreto Crescita e Competitività

Nel 2014 è la volta del Decreto Destinazione Italia che ha avuto l'onere di ampliare la schiera dei soggetti ammissibili alla sottoscrizione degli strumenti innovativi per renderli oggetto di investimento anche da parte di investitori esteri. Quest'ulteriore passo verso la riforma della finanza d'impresa è stata attuata con l'intento di migliorare la scarsa liquidità dei titoli causata dalle emissioni esigue

⁹⁸ Si veda la circolare n. 39 del 16/12/2013 di Assonime.

sul mercato a livello di singole imprese e di massimizzare la diffusione degli strumenti di finanza d'impresa tra le piccole e medie imprese.

Con l'emanazione del Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145 (c.d. *Destinazione Italia*) viene stabilito che la legge sulle cartolarizzazioni⁹⁹ (Legge 130/1999) debba essere applicata anche nel caso in cui le operazioni di cartolarizzazioni realizzate mediante sottoscrizione e acquisto di obbligazioni o titoli simili da parte della società per la cartolarizzazione dei crediti emittente i titoli.¹⁰⁰ Sempre nell'articolo 2 al comma 1 lettera e) la possibilità di investire in titoli di cartolarizzazione di obbligazioni o simili, quotati o non e anche privi di rating, viene concessa anche alle imprese di assicurazione e ai fondi pensione (concedendo a quest'ultimi la possibilità di utilizzarli come attivi ammissibili a copertura delle riserve tecniche). In terzo luogo è prevista la possibilità che una banca utilizzi i mini-bond come garanzia per l'emissione dei cosiddetti *covered bond*.

Nel caso in cui l'investimento in questo tipo di strumenti venga effettuato da fondi di investimento partecipati solo da investitori istituzionali e solo nel caso in cui l'intero patrimonio del fondo venga investito in mini-bond, viene concessa l'esenzione della ritenuta sugli interessi e sui proventi realizzati dall'investimento in atto. Il testo del Decreto ha permesso una modifica dell'art. 46 del Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia, che con l'aggiunta del comma *1-bis* consente alle imprese di utilizzare beni strumentali, attinenti all'attività della stessa, come garanzia dell'emissione, evitando di privarsene, se questa sia stata sottoscritta solamente da investitori professionali e a condizione che la successiva circolazione dei titoli avvenga esclusivamente tra questi soggetti: in pratica ha esteso la possibilità del ricorso al privilegio speciale anche per garantire obbligazioni e titoli simili quando questi siano sottoscritti solamente da investitori professionali e a condizione che la successiva circolazione dei titoli avvenga esclusivamente tra questi soggetti.

⁹⁹ La cartolarizzazione, o *securitization*, è una tecnica mediante la quale attività tipicamente illiquide ed indivisibili, come prestiti o crediti commerciali, vengono "spacchettate" e rese negoziabili.

¹⁰⁰ Confronta Decreto 415 articolo 12, comma 1.

Il Decreto in oggetto è stato convertito dalla Legge 21 febbraio 2014, n. 9, con alcune modifiche. La più importante riguarda il tema della segregazione dei conti correnti: la legge 9/2014 infatti ha modificato il comma 2-bis che il testo originario del Decreto aggiungeva all'art. 3 della Legge 130/1999. Tale comma prevedeva che *“le società di cui al comma 1 (le società emittenti i titoli) possono aprire conti correnti segregati presso i soggetti all'articolo 2, comma 3, lettera c) (i soggetti incaricati della riscossione dei crediti ceduti e dei servizi di cassa e pagamento), dove vengano accreditate le somme corrisposte dai debitori ceduti nonché ogni altra somma pagata o comunque di spettanza della società ai sensi delle operazioni accessorie condotte nell'ambito di ciascuna operazione di cartolarizzazione o comunque ai sensi dei contratti dell' operazione. Le somme accreditate su tali conti segregati costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello del depositario e da quello degli altri depositanti. Su tali somme non sono ammesse azioni da parte di soggetti diversi da quelli di cui al comma 2 e tali somme possono essere utilizzate esclusivamente per il soddisfacimento di crediti vantati dai soggetti di cui al comma 2 (creditori diversi dai portatori) e dalle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti, nonché per il pagamento degli altri costi dell'operazione. In caso di avvio nei confronti del depositario di procedimenti di cui al titolo IV del testo unico bancario, nonché di procedure concorsuali o di accordi di ristrutturazione, le somme accreditate su tali conti non sono considerate come rientranti nel patrimonio del soggetto e non sono soggette a sospensione dei pagamenti.”*

Al testo precedente è stata aggiunta, in fase di conversione in legge, la precisazione che in caso di insolvenza del depositario *“le somme accreditate su tali conti vengono integralmente restituite alla società per conto della quale è avvenuto l'incasso, secondo i termini contrattuali e comunque senza la necessità di attendere i riparti e altre restituzioni”*. Nella sostanza, i conti segregati consentono la protezione delle somme in essi presenti da eventuali azioni di procedura concorsuale e fallimento dell'intermediario.

Successivamente al Decreto Legge Destinazione Italia è entrato in vigore il Decreto Legge 24 giugno 2014 n. 91, meglio noto come Decreto Crescita e Competitività convertito dalla Legge 11 agosto 2014 n. 116, che ha legiferato in materia fiscale (ritenuta d'acconto e regime dell'imposta sostitutiva).

In relazione al primo punto, l'articolo 21, comma 1, del Decreto 91/2014 modifica l'art. 1, comma 1 del decreto legislativo 239/1996 e stabilisce la disapplicazione della ritenuta del 26% agli interessi e ai proventi derivanti da investimenti in obbligazioni e titoli similari e cambiali finanziarie anche quando questi non sono negoziati su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione ma a condizione che siano detenuti da investitori professionali. Come abbiamo già analizzato per il comma 9 dell'art. 32 del Decreto Sviluppo, è una misura volta a agevolare l'investimento da parte di grandi operatori italiani e stranieri. Il successivo comma 2 dell'articolo 21 stabilisce che la ritenuta prevista dall'articolo 26, comma 1, del Decreto del Presidente della Repubblica 600/73 non si applichi ai proventi corrisposti alle società per la cartolarizzazione dei crediti e organismi di investimento collettivo del risparmio che emettono titoli destinati ad investitori qualificati che investano più del 50% del proprio patrimonio in tali titoli.

Analizzate le modifiche introdotte dal Decreto in tema di ritenuta d'acconto, passiamo a quelle riguardanti il regime dell'imposta sostitutiva il quale riferimento è all'articolo 22, comma 2, del Decreto Competitività che stabilisce alle lettere:

- a) Che tale regime trova applicazione anche in relazione alle cessioni di contratti di finanziamento e dei relativi crediti, oltreché ai trasferimenti delle garanzie ad essi relativi.
- b) La platea di soggetti che possono usufruire del regime comprende anche le società di cartolarizzazione di cui alla legge 130/1999, le imprese di assicurazione autorizzate a svolgere la propria attività dalla normativa di uno Stato Membro dell'Unione o da organismi di investimento collettivo che non sfruttano la leva finanziaria costituiti in uno Stato Membro dell'Unione Europea

o dello Spazio Economico Europeo inclusi nella lista di cui al decreto emanato in attuazione dell'articolo 168-*bis* del Testo Unico delle Imposte sui Redditi.

3.2. Il Mini-bond: caratteri peculiari

I mini-bond sono strumenti di finanziamento di medio-lungo termine (con durata massima fino a 36 mesi) che offrono oggi alle PMI italiane la possibilità di reperire risorse finanziarie, necessarie al loro sviluppo economico, da canali alternativi a quello bancario. Grazie a questi strumenti la possibilità di impegnarsi in percorsi di crescita non rimangono un miraggio ma l'emissione di mini-bond si profila proprio come una *exit-strategy* alla stretta creditizia che sta coinvolgendo il sistema economico italiano. Va sottolineato che questa tipologia di strumento è stato concepito per soddisfare le necessità di finanziamento delle piccole e medie imprese. Infatti la normativa predispone che questi possono essere emessi da società italiane non quotate, società cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e dalle micro imprese. Possono partecipare alla sottoscrizione solamente investitori professionali, in quanto dotati della necessaria esperienza, conoscenza e competenza in materia di investimenti e valutazione dei rischi.

Lo scambio di questi strumenti avviene su un segmento professionale di mercato, attivato in data 11 febbraio 2013, con il nome di ExtraMOT PRO nel quale vengono quotati obbligazioni (anche le obbligazioni convertibili le cui azioni derivanti dalla conversione sono negoziate in un mercato regolamentato), cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e *project bond*¹⁰¹; in pratica il nuovo segmento è stato sviluppato e plasmato sull'esigenze delle PMI usufruendo del nuovo quadro normativo (Decreto Sviluppo e Sviluppo Bis).

Questa tipologia di strumenti presenta molti vantaggi ma allo stesso tempo nasconde anche alcune criticità che non vanno sottovalutate nella valutazione iniziale di convenienza e fattibilità economica:

¹⁰¹ I *project bond* sono obbligazioni legate ad un progetto, il cui rendimento per chi li acquista, è legato al volume finanziario che il progetto stesso riesce a generare. L'obiettivo è quello di finanziare i grandi progetti infrastrutturali.

- La possibilità di poter pagare solamente gli interessi sul finanziamento ottenuto tramite le sottoscrizioni , evitando l'esborso di ingenti uscite di cassa relative alla restituzione delle quote di capitale nel periodo in cui gli investimenti ancora non hanno contribuito a generare liquidità, cosa che invece nel tradizionale finanziamento bancario non è possibile.
- La possibilità di rimodulare le scadenze tra l'attivo patrimoniale e la durata media del passivo garantendo maggiore coerenza tra liquidità degli investimenti e grado di esigibilità delle fonti di finanziamento in modo da migliorare le percentuali espresse dagli indici di bilancio. La scadenza medio-lunga , al massimo 36 mesi, permette un allungamento della durata media delle fonti di finanziamento generando maggiore stabilità del credito e evitando il rischio di richieste di rientro o chiusura delle linee di fido bancario aperte.
- Migliori indici di bilancio esprimono una situazione patrimoniale finanziaria di maggiore equilibrio , i quali consentono di ottenere una migliore valutazione del merito creditizio, insieme a giudizi di rating più elevati: ciò conduce ad un incremento delle potenzialità di accesso a finanziamenti a costi inferiori tramite i canali bancari.
- Un ulteriore vantaggio è quello riconducibile alle politiche fiscali agevolative intraprese con l'adozione dei Decreti Sviluppo e Sviluppo Bis: deducibilità degli interessi passivi fino al 30% del ROL, costi di emissione deducibili nell'esercizio di riferimento indipendentemente dalla voce di iscrizione in bilancio; possibilità per gli investitori di essere esenti dalla ritenuta d'acconto del 26% sugli interessi maturati, che ha reso i mini-bond più appetibili sul mercato ma anche la costituzione di una nuova *asset class* in cui investire con interessanti profili di rischio/rendimento che allo stesso minimizza i rischi di default grazie alla diversificazione di portafoglio.
- Infine la possibilità di avere accesso diretto al mercato di capitali nazionale e internazionale ed allo stesso tempo di beneficiare di un percorso formativo propedeutico a *step* di crescita attraverso gli stessi

mercati. Accrescere la visibilità delle imprese italiane condurrebbe ad un rafforzamento delle proprie credenziali verso clienti, fornitori e investitori.

Ma si presentano anche delle criticità:

- Necessità di maggiore *disclosure* informativa , maggiore trasparenza sui bilanci , sui progetti da realizzare.
- I costi dell'operazione: emissione, collocamento, tassi d'interesse e costo finanziario del tempo¹⁰² che sono maggiori rispetto ai finanziamenti praticati sul canale bancario.
- Nuovi metodologie di gestione, metodi di valutazione finanziaria adeguati alle dimensioni del progetto o dell'emissione che si va a sostenere

3.2.1 Strutturazione dell'operazione e soggetti interessati

Antecedente alla decisione di attivazione di un emissione di mini-bond è bene che l'impresa metta in atto una serie di misure per valutare l'effettiva capacità da parte dell'impresa di potere sostenere un'operazione di tale portata. Infatti insieme ad un *advisor* sarà bene valutare anche le altre forme di finanziamento, in termini di costi e di tempo di attuazione, e tra queste quali meglio si adattano alle reali esigenze finanziarie dell'impresa. Per questo avremo tre passaggi essenziali : individuazione dell'entità di fabbisogno finanziario; determinazione e valutazione delle alternative forme di finanziamento; e infine scelta del tipo di finanziamento tramite emissioni obbligazionarie mini-bond. Nel grafico 12 vengono elencati in ordine di priorità con annessa estensione temporale (misurata in giorni) quelli che sono gli step fondamentali da seguire nella progettazione dell'operazione¹⁰³:

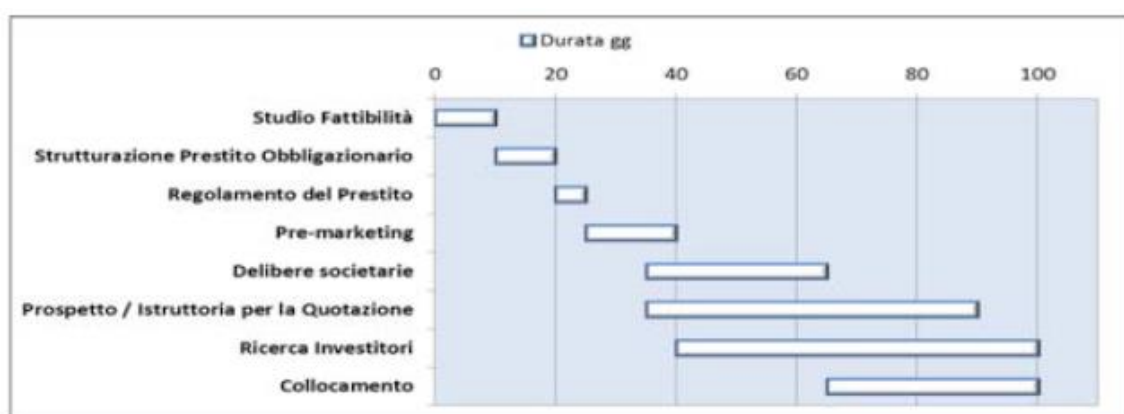
1. Studio della fattibilità;
2. Strutturazione del prestito obbligazionario;
3. Regolamento del prestito;

¹⁰² L'impresa deve valutare i tempi di attivazione delle diverse operazioni che intende porre in atto. Il ricorso ai mercati finanziari comporta generalmente un allungamento dei tempi necessari alla raccolta dei capitali, rispetto a quelli richiesti per l'erogazione dei finanziamenti bancari.

¹⁰³ R. CALUGI ,G. PAGLIETTI , *Minibond istruzioni per l'uso*, Camera di Commercio, Milano 2016.

4. Rating;
5. Pre-marketing;
6. Delibere societarie;
7. Prospetto/istruttoria per la quotazione;
8. Ricerca investitori;
9. Collocamento sul mercato degli investitori istituzionali.

Grafico 12 - *Timetable Operativo*



Fonte: Mini-bond istruzioni per l'uso, Camera di commercio di Milano, a cura di R. Calugi e G. Paglietti.

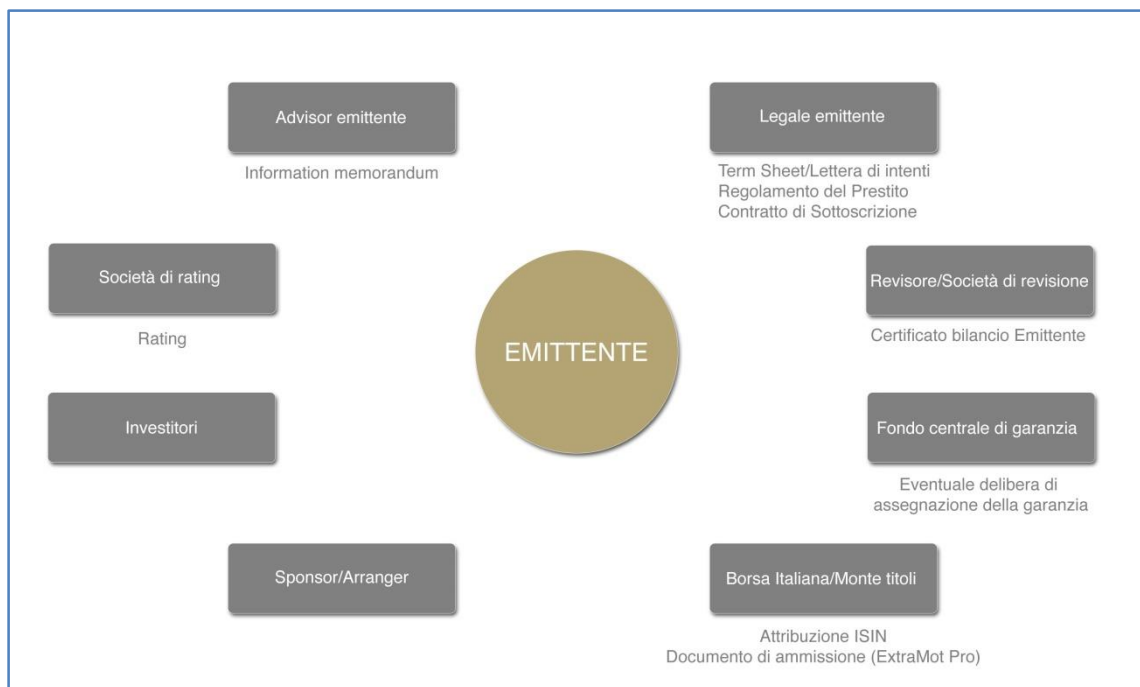
Al succedersi dei vari *step*, sono molteplici i soggetti che intervengono e dei quali ci preoccupiamo di descriverne dettagliatamente compiti e funzioni, e sono (Figura 3):

1. *Advisor*: è il primo soggetto che affianca la società e valuta la fattibilità dell'operazione. Nel suo ruolo di consigliere dotate di competenze specialistiche, svolge un triplice ruolo di valutatore preliminare dell'emittente, di organizzatore dell'operazione e di supervisione dell'attività di redazione dei documenti necessari. Di solito è una società specializzata o una banca.
2. *Banca Arranger*: il soggetto che coordina il processo di emissione e gestione delle relazioni con gli investitori e il Mercato di Borsa; è il soggetto che valuta le capacità della società di rispettare i suoi impegni in termini di sostenibilità del debito e elabora la strategia dell'operazione

(timing dell'emissione, controvalore di titoli, scadenza, possibile tasso di interesse).

3. Società di Rating: è il soggetto incaricato di valutare la solidità quindi il rischio dei titoli emessi assegnando all'impresa emittente determinati *rating* e *scoring*.
4. Studio Legale Emittente: è il soggetto che svolge un ruolo di consulenza e predispone: le modalità di regolamento del prestito; i documenti di ammissione per la quotazione dei mini-bond e il contratto di sottoscrizione tra emittente e investitore; analizza le tipologie di contratto che possano garantire la maggiore tutela degli investitori e al contempo la protezione dell'Emittente da ogni ragionevole contestazione.
5. Borsa Italiana : è la società che gestisce il segmento di mercato di ExtraMOT PRO dedicato esclusivamente alla quotazione di obbligazioni e titoli di debito delle PMI italiane a cui viene garantito un processo di ammissione economico e rapido. Borsa Italiana si preoccupa di definire i requisiti di ammissione e la documentazione da presentare in sede di richiesta alla quotazione.
6. Investitori professionali: quei soggetti che per legge possono sottoscrivere titoli obbligazionari emessi da PMI : investitori professionali come OICR (fondi aperti, fondi chiusi, fondi speculativi, fondi pensione), banche, SIM, finanziarie regionali, fondazioni e società assicuratrici.
7. Revisore: società che effettua la revisione del bilancio e certifica la veridicità e la correttezza delle poste di un bilancio d'esercizio o di un bilancio consolidato.

Figura 3 - Soggetti coinvolti



Fonte: Progetto Minibond Italia , Zenit Sgr , 10 Dicembre 2015

3.2.2. L'emittente *Target*

Le imprese che decidono di far ricorso ad una emissione di mini-bond per soddisfare le esigenze di finanziamento di un progetto o mettere in atto processi di sviluppo dimensionale è solitamente un'impresa definibile come *premium company*. Una società che presenta una condizione economico finanziaria non ottimale, o che addirittura imperversa in uno stato di crisi non potrà mai avere accesso ad uno strumento di finanziamento di questa onerosità e difficoltà di implementazione in quanto ad essere messa in dubbio è la sua capacità di far fronte puntualmente al rimborso degli oneri e delle quote capitale. Pur potendo generare margine di rendimento maggiori, connessi all'elevata rischiosità dell'investimento, questa tipologia di impresa (le cosiddette *troubled companies*) troverebbe soddisfazione alle sue richieste di finanziamento esclusivamente facendo ricorso al canale bancario.

L'emissione di un mini-bond, comporta una revisione profonda della tipologia di impresa richiedente, delle trasformazioni strutturali che stravolgono i meccanismi interni, una flessibilità operativa che non può ritenersi eseguibile in tutte le

imprese. A poter ambire a questa tipologia di strumento sono quelle aziende che già si presentano ad uno stadio di maturità elevato, con esperienza consolidata nel settore in cui operano, con buone performance negli ultimi esercizi e con stabili e dettagliati programmi di crescita per il medio-lungo termine, le quali, per motivi diversi, decidono di sostituire il credito bancario o di integrarlo con l'uso di tali strumenti di debito alternativi.

La maggior parte delle aziende italiane che oggi decide di far ricorso a questi strumenti si pone come obiettivo un progetto di crescita internazionale o investimenti in ricerca e sviluppo. Questa tipologia di investimenti risente spesso di mancanza di sostegno e di fiducia dal settore bancario italiano, che anche a causa della stretta creditizia degli ultimi anni, preferisce attenersi a finanziamenti a basso rischio e rendimento maggiormente garantito; va aggiunta anche l'incapacità delle banche stesse di valutare sapientemente le capacità reddituali che tali investimenti potrebbero generare spingendo le imprese a ricercare soluzioni alternative. Un'ulteriore tipologia di impresa che ricorre ai mini-bond è quella posizionata in un mercato di nicchia ma ad alto potenziale di sviluppo, tipicamente caratterizzata da sottocapitalizzazione e fatturato esiguo: queste imprese impossibilitate a ottenere finanziamenti in quanto non dotate di collateralità idonei a garantire l'erogazione di credito a medio-lungo periodo, impongono agli imprenditori la ricerca di forme alternative per sostenere la crescita competitiva che il settore di appartenenza richiede. Le aziende coinvolte nell'operazione sono obbligate, però, a sottostare a determinati parametri qualitativi e quantitativi: si vengono pertanto a delineare una serie di requisiti, alcuni anche determinati dalla normativa, necessari per un primo *screening* delle aziende e per valutarne l'appetibilità sul mercato.

In primo luogo sussistono dei requisiti formali, per l'emissione e la quotazione dei mini-bond che sono dettati dalla normativa e valutati in una fase di *pre-screening* del potenziale emittente e sono:

- 1) Forma giuridica di società di capitali¹⁰⁴, società cooperative e mutue assicuratrici diverse da banche e micro imprese.

¹⁰⁴ Nel caso di emittente S.R.L., nello statuto deve essere prevista la possibilità di emettere obbligazioni. (Nello

- 2) Assenza di procedure concorsuali, pregiudizievoli o informazioni pubbliche su crediti non onorati.
- 3) Disponibilità del bilancio dell'ultimo esercizio, sottoposto a revisione contabile.
- 4) Società con almeno due esercizi conclusi di cui ultimo bilancio sottoposto a revisione legale (preferibilmente da parte di una società di revisione primaria).
- 5) No start-up.

Ulteriori requisiti sono di tipo qualitativo e riguardano:

- Situazione di *good standing* dell'impresa soprattutto considerando la gestione ordinaria (quindi non in fase di *distress o turnaround*¹⁰⁵).
- Una valutazione preliminare di rating (interno) superiore a "B".
- Management dotato di capacità ed esperienza nel settore.
- Capacità di valutazione in ottica di lungo periodo (piani di sviluppo *value-based* con logica di continuità e stabilità nel tempo).
- Trasparenza nella gestione operativa al fine di eliminare le possibili asimmetrie informative che possono rendere le operazioni di mercato opache.
- Vengono preferite aziende leader nel loro settore di appartenenza, con diversificazione produttiva e clientela estesa (evitando rischi di concentrazione dal punto di vista contrattuali).
- Adeguati sistemi di controllo gestione interna.

Punto cruciale è quello riguardante la *due diligence* che viene svolta dall'*advisor* e che si esplica in modo esteso su:

- Analisi della struttura organizzativa e legale.

specifico: "la Società potrà compiere tutte le operazioni finanziarie, mobiliari e immobiliari ritenute utili per il raggiungimento dell'oggetto sociale")

¹⁰⁵ Con il termine *turnaround* si intendono quell'insieme di azioni gestionali volte ad evitare il declino dell'azienda che, se non percepito ed affrontato tempestivamente con le dovute competenze, potrebbe sfociare in situazioni di vera e propria crisi aziendale. Si snoda attraverso una serie di attività gestionali ed operative, volte a migliorare la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della società.

- Definizione della struttura proprietaria e management e identificazione dei rapporti di forza e delle responsabilità dei vari soggetti dell'organizzazione.
- Strategie adottate in passato dall'azienda, modelli operativi di business, punti di forza e debolezza.
- Situazione di ciclicità e stagionalità del business quindi opportunità e minacce presenti nel settore considerato.
- Posizione di mercato per le diverse aree di business in cui l'azienda è inserita.
- Piani di acquisizione e investimento.
- Contratti di fornitura, facendo attenzione ad elementi come la durata, la concentrazione ed il grado di dipendenza.
- Diversificazione della base clientelare.
- Parti correlate come affitti, leasing, pagamento royalties, etc.

I requisiti quantitativi analizzano la situazione economico-finanziaria:

- Situazione finanziaria dell'azienda: linee di credito *committed*¹⁰⁶, andamento secondo la Centrale dei Rischi, scadenze, garanzie, pegni, *covenants*¹⁰⁷, posizione e struttura del debito già presente nella società.
- Rapporti con le banche e gli altri istituti di credito.
- Garanzie prestate a terzi.
- Disponibilità di cassa.
- *Cash pooling*¹⁰⁸.

¹⁰⁶ Linee di credito garantite con facilitazione creditizia che la banca si impegna a tenere a disposizione dell'affidato sino ad una scadenza contrattualmente prevista e salvo il verificarsi di condizioni risolutive del contratto. - Treccani Dizionario Online Economia e Finanza (2012) [http://www.treccani.it/enciclopedia/cash-pooling_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](http://www.treccani.it/enciclopedia/cash-pooling_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)

¹⁰⁷ Il termine *covenants* denota clausole inserite in contratti di finanziamento con le quali si riconosce al portatore di fondi, al verificarsi di specifici accadimenti contemplati dalle clausole stesse, il diritto di modificare talune condizioni del finanziamento, sino a revocare lo stesso. I *covenant* possono assistere finanziamenti a titolo sia di capitale di credito sia di capitale di rischio. In genere si distinguono tra: *Maintenance covenants*, i quali impongono il mantenimento da parte del debitore di specifici *ratios* finanziari durante tutto il periodo del finanziamento e *Incurrance covenants*, che impongono all'azienda emittente di sottostare a specifici *ratios* finanziari ai quali, se non rispettati, sono condizionate azioni come distribuzione dei dividendi o contrazione di nuovo debito. – Def. Sito Investopedia

¹⁰⁸ L'accentramento, virtuale o effettivo, di tutte le risorse finanziarie (flussi in entrata e in uscita) di un gruppo presso un'unica società. L'obiettivo è quello di ottenere una migliore gestione della tesoreria aziendale. Nell'insieme, l'accordo di *cash pooling* consente di evitare possibili squilibri finanziari riconducibili alle singole realtà aziendali

- Politica dei dividendi e emolumenti.

A volte le preferenze dei fondi di investimento nel procedimento di selezione dell'impresa si soffermano su elementi tecnico contabili come:

- Un fatturato che sia superiore ai 10/15 milioni di euro.
- Un trend di fatturato degli ultimi tre anni migliore dell'andamento del PIL Italiano o comunque maggiore di zero.
- Un EBITDA positivo negli ultimi tre anni.

O su valori specifici dei più importanti indici di redditività ottenuti da analisi dei bilanci:

- EBITDA *Margin* (maggiore del 7%).
- FN/EBITDA o *Leverage Ratio* (inferiore a 4x).
- PFN/Patrimonio Netto (inferiore a 3x).
- EBIT/Oneri Finanziari (maggiore di 1,5x).
- *Debt Service Cover Ratio*¹⁰⁹ (maggiore di 1,2).

Complessivamente l'operazione di strutturazione si compone di 4 fasi distinte che sono :

1. Analisi di fattibilità.
2. Strutturazione del prestito.
3. Ricerca degli investitori qualificati.
4. Quotazione sul mercato.

3.2.3. Il ruolo dell'Advisor

Abbiamo già messo in mostra che le imprese che vogliono emettere mini-bond devono affidarsi e circondarsi di una serie di soggetti e di consulenti , ognuno con sue mansioni, che possa condurre ad una strutturazione precisa del complicato processo di emissione. Il primo di questi soggetti è l'Advisor: ruolo

facenti parte del gruppo, attraverso una gestione unitaria della situazione finanziaria del medesimo gruppo. – Def. Sito Investopedia

¹⁰⁹ L'indice misura la disponibilità di cash flow per retribuire le quote capitale e interessi delle posizioni debitorie aperte. , Sito Investopedia , <http://www.investopedia.com/terms/d/dscr.asp>

che potrà essere esercitato da società specializzate o da divisioni specializzate di banche, consistente nell'affiancare l'impresa e valutare l'effettiva praticabilità e fattibilità di quella che a tutti gli effetti è un'operazione straordinaria di finanziamento.

L'Advisor si attiva già nella fase di *pre-screening* spiegata in precedenza : requisiti dimensionali (espressi in termini di numero di dipendenti e fatturato)¹¹⁰, requisiti legali come la forma giuridica, necessità di un ultimo bilancio revisionato sono solo alcuni dei passi nei quali si formalizza la sua consulenza all'impresa; analizzati gli elementi iniziali, bisogna poi entrare nel merito delle capacità economico-aziendali con la redazione di un dettagliato piano industriale pluriennale nel quale ci si preoccupi di :

- Analizzare la performance storica della società, inclusa quella inerente al periodo della crisi economica, quella presente e stimare con relativa certezza la performance futura.
- Valutare la credibilità delle *assumptions* sulle quali si basa il *business plan* facendo riferimento a molteplici indicatori come: marginalità (*EBITDA margin e EBIT margin*), tassi di crescita (*CAGR*¹¹¹), flussi di cassa, gestione del circolante, sostenibilità degli investimenti (*Capex/Sales, Capex/ammortamenti*).
- Attestare la coerenza esistente tra il piano industriale e le necessità di cassa.
- Verificare periodicamente il merito di credito dell'emittente dopo l'emissione del prestito.

Accompagnare queste valutazioni con la presentazione del piano industriale sotto forma di *business plan* è propedeutico al processo di coinvolgimento degli attori principali ossia degli investitori; a questi verrà sottoposto l'*information*

¹¹⁰ Con un organico compreso tra i 10 e i 49 dipendenti ed un fatturato o totale di bilancio inferiore ai 10 milioni di euro, ma superiore ai 2 milioni. È invece considerata media impresa un'azienda con un organico compreso tra i 50 e i 249 dipendenti ed un fatturato inferiore ai 50 milioni di euro o un totale di bilancio non superiore a 43 milioni di euro.

¹¹¹ Il tasso di crescita annuale composto (CAGR) è il tasso di crescita medio annuo di un investimento in un determinato periodo di tempo più lungo di un anno. Per calcolare il tasso di crescita annuo composto, bisogna dividere il valore di un investimento alla fine del periodo considerato dal suo valore all'inizio di tale periodo, elevare il risultato alla potenza di uno diviso la durata del periodo analizzato, e sottrarre uno dal successivo risultato.

*memorandum*¹¹² in modo da valutare appieno e con consapevolezza l'investimento. Tutto ciò è effettuato con l'intento di valutare il potenziale di emissione sia in termini quantitativi che qualitativi.

Nelle fasi successive, l'Advisor svolge una serie di attività di supporto, nei quali si trova ad operare di concerto, e coordinare, le attività dei diversi soggetti coinvolti nel processo di emissione quali banche *arranger* e Borsa Italiana. Per quanto riguarda la collaborazione con la banca *arranger*, l'*advisor* si occupa di delineare in combutta gli *step* di organizzazione del prestito obbligazionario. Vengono definite, insieme all'analisi del fabbisogno finanziario, la capacità di rimborso e rischiosità dell'operazione nonché le caratteristiche essenziali come : l'ammontare massimo del prestito, durata, tasso cedolare, periodo di pre-ammortamento previsionale, la presenza nei titoli di opzione call incorporata allo strumento, gli eventuali *covenants* richiesti. È richiesta una collaborazione stretta e ottimale tra questi due soggetti affinché l'operazione possa essere eseguita sul mercato in maniera corretta. Terminata questa fase e la presentazione dello strumento ai potenziali investitori, l'Advisor assiste l'impresa nella fase di delibera notarile del prestito obbligazionario. Compiute i necessari adempimenti legali e testato il terreno degli investitori, si passa all'interazione con Borsa Italiana.

Il rapporto con Borsa Italiana avviene solitamente quando ormai l'impresa è pronta a redigere il prospetto informativo e il documento di ammissione alle negoziazioni sul segmento ExtraMOT PRO.

3.2.4. Imprese e Advisor: sintesi dei compiti

In conclusione, nella complessa strutturazione dell'operazione, impresa e Advisor, accompagnati dalla consulenza di uno studio legale, devono svolgere i seguenti compiti che sono essenziali e propedeutici alla buona riuscita dell'operazione e al successo, in termini di appetibilità sul mercato,

¹¹² L'information memorandum contiene innanzitutto un sommario del progetto di sviluppo che l'impresa ha in mente e delle modalità con cui intende conseguire tale obiettivo, una sorta di riassunto del business plan. Le altre informazioni racchiuse nel documento riguardano l'analisi della storia dell'impresa e delle sue tappe importanti, la struttura operativa e l'organizzazione del business ed infine una descrizione del mercato di riferimento.

dell'emissione.

Per l'impresa si profila un impegno a:

1. Verificare l'adeguatezza patrimoniale e l'adeguatezza della propria capacità di indebitamento, nonché del merito creditizio.
2. Ottenere il certificato di revisione dell'ultimo bilancio da parte di un soggetto autorizzato.
3. Convocare l'assemblea al fine di deliberare in merito alla nuova forma di finanziamento.
4. Deposito della delibera e deposizione della stessa, firmata dal notaio, nel registro delle imprese.
5. Disponibilità a svolgere adempimenti *on-going* soprattutto nelle relazioni con gli investitori.

Mentre l'Advisor si focalizzerà sulla:

- Predisposizione del *business plan*.
- Redazione dell'*information memorandum*.
- Individuazione della tipologia di obbligazione più adatta al modello di business dell'azienda e alle sue caratteristiche.
- Strutturazione dell'obbligazione.
- Completamento del prospetto informativo dell'obbligazione.
- Dematerializzazione dei titoli e richiesta del codice ISIN .
- Domanda di ammissione alla quotazione.

3.2.5. Strutturazione dell'emissione e ruolo dell'Arranger

Spiegato il ruolo ampio e duraturo dell'Advisor nell'assistere l'impresa durante la fase di strutturazione e messa in atto dell'emissione, è ora di esporre il ruolo del secondo soggetto ad intervenire, come consulente finanziario , nei confronti dell'impresa.

Fino a pochi anni fa le imprese, soprattutto in Italia, erano solite rivolgersi alle banche per sopperire e dare sostegno alle loro esigenze creditizie, sorretti anche da un clima di solida fiducia e profonda conoscenza da parte dell'intermediario

dei bisogni e dell'area di business della clientela alla quale si rapportava. Oggi, conseguentemente ad una mutata situazione economica congiunturale, le banche hanno diversificato i servizi offerti all'impresa, riposizionandosi da prestatori diretti a consulenti strategici nella scelta ed implementazione di operazioni di finanziamento tramite emissione di nuovi strumenti finanziari. Oggi sempre più le banche si occupano di assistere ed accompagnare le società verso la quotazione su mercati finanziari nazionali ad esse dedicati, forti della buona conoscenza del tessuto imprenditoriale nel quale operano. La banca si preoccupa di dare sostegno ad una crescita economico-finanziaria solida delle imprese ad alto potenziale, operando come coordinatore finanziario dei processi di strutturazione dell'operazione di emissione e collocamento sui mercati finanziari, dando ampio spazio anche ai rapporti con i possibili investitori e con Borsa Italiana per la strutturazione dell'operazione e del collocamento dei titoli.

Questo ruolo , che assume il nome di *Arranger* è caratterizzato da diverse responsabilità, di seguito elencate:

1. Attività di analisi e verifica della fattibilità economico-finanziaria dell'operazione in termini di: merito creditizio dell'emittente (come già evidenziato è un'operazione svolta in collaborazione con l'Advisor), verifica prospettica della sostenibilità del debito e situazione finanziaria corrente e analisi andamentale del settore e dei benchmark di mercato.
2. Strutturazione ed organizzazione dell'operazione di emissione nonché ricerca degli investitori disposti a sottoscrivere il mini-bond.
3. Redazione del *information memorandum* in cui viene illustrato il progetto da presentare agli investitori qualificati interessati all'operazione.

Come illustrato nelle pagine precedenti di questo capitolo, in collaborazione con l'Advisor, la Banca *Arranger* organizza l'analisi economico finanziaria, un'analisi contabile puntuale e prospettica dell'andamento aziendale e la redazione di un *business plan* .

I dati contabili influenzano le scelte di investimento degli operatori coinvolti e possono comportare modifiche nella dimensione quali-quantitativa

dell'emissione nonché la rinuncia della stessa e la preferenza di altre forme di finanziamento. I *ratios* presi a riferimento sono:

- Il rapporto tra la posizione finanziaria netta e il patrimonio Netto (PFN/PN).
- Il rapporto tra la posizione finanziaria netta e l'EBITDA (PFN/EBITDA).
- L'*Interest cover ratio* (EBIT/Oneri finanziari).
- Il *Debt Service Cover Ratio* (free cash flow/debt service).

Per l'analisi prospettica invece è importante considerare:

- La performance storica della società.
- La credibilità dell'*assumptions* alla base del piano, ovvero marginalità (EBIT margin, EBITDA margin).
- Tassi di crescita medi (CAGR).
- Generazione di cassa e gestione del circolante.
- Verifica della sostenibilità degli investimenti (Capex/Sales e Capex/Ammortamenti).
- La coerenza tra piano industriale e la necessità di cassa.

Terminati quelli che sono gli *step* iniziali si entra nella fase attiva della strutturazione del prestito obbligazionario (cedola, tasso, durata ed elementi particolari come tipologia dell'obbligazione e *covenants*). La prima parte consiste nell'esecuzione di una *due diligence* rigorosa di carattere globale che verrà condotta in collaborazione con l'agenzia di rating. La *due diligence*, consiste in una dettagliata analisi di tutte le strutture aziendali, e permette l'emersione delle problematiche maggiori alle quali va cercata una soluzione rapida e soddisfacente. Il completamento di una *due diligence* con esito positivo è necessaria e propedeutica all'attuazione dell'operazione.

Nel documento saranno inseriti i seguenti elementi presi in esame :

- La storia della società, con attenzione a tutti quegli eventi straordinari di gestione come ristrutturazioni aziendali, acquisizioni di aziende o rami d'azienda e cessioni.

- La struttura organizzativa della società, il suo assetto proprietario, gestionale e la presenza di particolari emissioni obbligazionarie collegate a strumenti finanziari come opzioni *call o warrants* o di speciali diritti assegnati ad azioni.
- I bilanci degli ultimi cinque anni, dove possibile, approvati con relazione di certificazione.
- La conformità alle norme di legge di tutte le attività svolte dalla società e la situazione dei contratti vigenti al momento dell'indagine.
- Lo stato e il valore dei beni immobili di proprietà dell'impresa.
- Ogni altro fatto idoneo a rappresentare la situazione passata e corrente nonché la prevedibile evoluzione del business dell'impresa emittente.

Completare con successo la *due diligence* è necessario affinché si possa procedere al compimento degli *step* seguenti: avendo un quadro completo della situazione aziendale ci si può dedicare all'incontro con gli investitori nella maniera migliore possibile, delineare con precisione la struttura dell'emissione e una volta definita questa dedicarsi alla redazione dei documenti necessari alla quotazione e negoziazione in collaborazione con gli investitori professionali e i loro uffici marketing.

La prima di queste fasi, terminata la *due diligence*, vede *l'arranger* occuparsi della strutturazione tecnica e quantitativa dello strumento dell'emissione in generale. Si parte dal piano di ammortamento che viene equilibrato in relazione alla generazione di cassa e agli investimenti programmati che si evincono dal piano industriale e può avere durata compresa tra 5 e 7 anni. In relazione alle caratteristiche tecniche del piano di ammortamento abbiamo una distinzione, in relazione alla tempistica di pagamento di quote capitale e quote interessi tra:

- *Bullet*: rimborso effettuato in unica soluzione a scadenza.
- *Amortizing* : rimborso graduale secondo un piano di ammortamento prefissato.
- Periodi di pre-ammortamento, nel quale vengono pagati gli interessi, ma non si procede alla restituzione delle quote capitale.

- Possibilità di convertire l'obbligazione a scadenza in azioni , consentendo all'impresa di ottenere un aumento di capitale e agli investitori extra-rendimenti tramite l'esercizio di *warrant* e opzioni *call* sul capitale.

La questione garanzie vede l'intervento di soggetti esterni nell'intenzione di ridurre il rischio di investimento in questa tipologia di strumenti. Abbiamo spesso emissioni di obbligazioni *unsecured*, ossia senza garanzia reale, e raramente l'impresa garantisce l'emissione con il proprio patrimonio. Il mercato non ritiene conveniente rivalersi su garanzie di tipo reali dell'impresa (tipo ipoteche , pegno di quote o altre) ma preferisce che come garante dell'emissione si pongano soggetti come il Fondo Centrale di Garanzia , a matrice pubblica e con ruolo di prestatore di ultima istanza che offre copertura su questi tipi di strumenti di debito, oppure come il SACE , un istituzione finanziaria che agisce specificatamente in questa tipologia di casi rilasciando garanzie fino al 70% del valore dell'emissione sottoscritta, per aziende che abbiano programmi di internazionalizzazione ed una componente di fatturato estero superiore al 10%.

Gli investitori sono molto più soddisfatti e propensi all'investimento se vengono inserite delle *covenants* nel regolamento obbligazionario, ossia clausole vincolanti il cui mancato rispetto comporterebbe il ritiro del prestito obbligazionario o la sua rinegoziazione a condizioni meno favorevoli.

Le clausole più comunemente richieste, sono:

- Clausole di salvaguardia (“*Negative Pledge*” e “*Pari Passu*”): l'emittente si impegna a non concedere pegni, ipoteche o altre garanzie reali su beni materiali ed immateriali, crediti, e partecipazioni per tutta la durata del prestito obbligazionario, in caso contrario le medesime garanzie devono essere concesse anche al prestito obbligazionario stesso.
- *Use of proceeds*: l'ammontare ricavato dall'emissione obbligazionaria è vincolato ad essere utilizzato verso le finalità prestabilite in sede di emissione, ad esempio destinate solo al progetto per il quale si è richiesto il finanziamento.

- *Change of control*: qualora vi sia un cambiamento nell'assetto proprietario dell'emittente, l'investitore ha diritto al rimborso di un importo prestabilito del mini-bond sottoscritto.
- *Limitation on indebtedness*: sono molto gradite clausole di mantenimento dei rapporti (Net Debt/EBITDA) e (Gross Debt/EBITDA) sotto soglie prefissate, monitorate semestralmente.
- *Reports*: redazione del bilancio consolidato da sottoporre a certificazione una volta all'anno e redigere un report semestrale consolidato (*unaudited*) entro i primi nove mesi dell'operatività annua.
- Limiti alle operazioni sul capitale e alla distribuzione dei dividendi.

Tutte le caratteristiche tecniche riguardanti il mini-bond finora espresse, ma anche la revisione sulla base della prassi di mercato richiesta dagli investitori, la definizione del taglio minimo dell'obbligazione, la definizione del grado di *seniority* del bond e la definizione della finestra di collocamento vengono inserite nel regolamento del prestito obbligazionario.

Ultimo compito dell'*arranger* è la redazione dell'*information memorandum* che riassume in breve le caratteristiche e i punti di forza dell'azienda per proporsi a potenziali investitori di capitale o finanziatori: una buona presentazione, tramite *pitch* e strumenti multimediali, di questo documento può condurre al buon esito dell'operazione. Il documento contiene:

- La sintesi della proposta, inserendo le informazioni contenute nel regolamento del prestito obbligazionario e che spiegano le motivazioni del finanziamento.
- La *ratio* dal punto di vista dell'investitore per la quale l'investimento rappresenterebbe un'opportunità.
- Un'analisi del mercato in cui opera l'azienda analizzando: dimensioni, trend, segmentazione della clientela, principali operatori, fattori critici di successo, internazionalizzazione.
- Descrizione dei prodotti e/o servizi che l'azienda offre alla sua clientela.

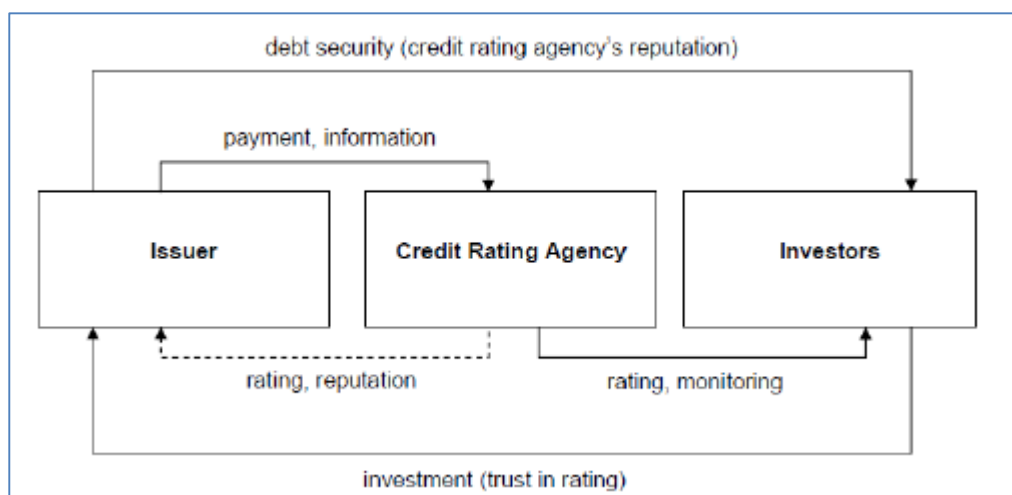
- Posizionamento competitivo dell'azienda rispetto ai suoi competitors (Analisi SWOT, elenco di marchi e brevetti, tecnologia e *know how*, controllo di qualità).
- Organigramma gerarchico delle risorse umane.
- Piano di sviluppo industriale a medio-lungo termine realizzabile grazie all'operazione e di un piano economico-finanziario coerenti tra loro.

Una volta che i documenti sono pronti per essere presentati agli investitori la banca *Arranger* si preoccupa di organizzare dei *road show* nelle maggiori città europee per coinvolgere e convincere gli investitori professionali a sottoscrivere le quote dell'emissione. Raccolti consensi espressi positivi, si può procedere all'operazione di emissione e collocamento.

3.2.6. La valutazione del rischio e l'assegnazione del rating

Il rating è un giudizio espresso da organi preposti, definiti agenzie, che valutano le capacità di un soggetto di adempiere ai propri obblighi finanziari; valutano il rischio di insolvenza di soggetti quali banche, Stati o grandi aziende nel momento in cui si collocano sul mercato obbligazionario con un'emissione di bond. Nel caso specifico che analizzeremo viene valutata la rischiosità delle aziende emittenti i mini-bond.

Figura 4 - Schema assegnazione giudizio di rating



Fonte: Fabian Dittrich, *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, University of Cologne – Department of Economics, 2007

Con il Regolamento Europeo CE 1060 del 2009 , come conseguenza delle irregolarità riscontrate nelle attività e nei giudizi espressi dalle agenzie di rating mondiali si è reso necessario mettere in atto una disciplina più severa. Il Regolamento ha riguardato: l'attenuazione dei conflitti di interesse tra le divisioni di consulenza e quelle di assegnazione del rating, dimostrazione della trasparenza e qualità nella determinazione e nelle procedure di determinazione del rating, l'obbligo di registrazione delle agenzie che intendono operare in Europa come Agenzie di Rating, pena l'invalidità del giudizio degli strumenti negoziati sui tali mercati (la registrazione comporta un complesso procedimento formale, nell'ambito del quale le agenzie devono osservare elevati standard organizzativi); una *governance* che garantisca l'integrità, l'obiettività e la trasparenza del processo di rating.

Entrata in vigore il 20 giugno 2013, il Parlamento europeo ha approvato a larga maggioranza il testo di compromesso, concordato con il Consiglio dell'UE, che prevede, tra le altre cose¹¹³:

- La creazione di un sistema di vigilanza centralizzato che riunisca in capo all' Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA)¹¹⁴, le funzioni in materia di registrazione e vigilanza ordinaria delle agenzie che operano nell'UE nonché in materia di rating emessi da agenzie con sede in Paesi terzi che operano nell'UE dietro certificazione o avallo.
- Il mantenimento in capo alle competenti autorità nazionali delle funzioni relative al controllo sull'uso dei rating di credito a fini regolamentari da parte di singole entità controllate a livello nazionale, quali istituti di credito o imprese di assicurazione.

¹¹³ Atto del Governo 148 Dossier n° 149 - Schede di lettura 18 febbraio 2015- Camera dei Deputati, Roma

¹¹⁴ *European Securities and Markets Authority* è l'autorità responsabile, a livello europeo, della vigilanza dei mercati mobiliari e dei titoli in essi trattati, con sede a Parigi. È una delle 3 autorità che si occupano del coordinamento della vigilanza dei mercati finanziari, create nel 2011 con la riforma seguita alla crisi finanziaria iniziata nel 2007. Le altre due sono la European Banking Authority (EBA) e la European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), con le quali l'ESMA costituisce il sistema europeo di vigilanza finanziaria, l'European System of Financial Supervisors (ESFS). L'attività dell'ESMA è focalizzata in modo specifico sull'analisi dei mercati e degli strumenti finanziari. I suoi compiti si riferiscono principalmente al buon funzionamento, alla stabilità e all'armonizzazione dei mercati finanziari e dei titoli, anche al fine di assicurarne la trasparenza e un grado adeguato di protezione degli investitori. Per lo svolgimento di queste attività, l'ESMA riunisce e coordina le autorità di vigilanza finanziaria nazionali dei Paesi membri dell'Unione Europea.

- La pubblicazione dei rating non richiesti sul debito sovrano, in date prestabilite, solo due o tre volte l'anno, e solo dopo la chiusura dei mercati europei, o almeno un'ora prima dell'apertura.
- La possibilità per gli investitori di citare in giudizio un'agenzia, sia in caso di dolo sia per negligenza.
- L'obbligo di un'agenzia di rating del credito, al fine di prevenire i conflitti di interesse, di astenersi dal pubblicare un rapporto, o informare il pubblico sull'esistente conflitto d'interessi, nel caso in cui un azionista o un socio, in possesso di almeno il 10% dei diritti di voto, abbia investito nel soggetto sottoposto a valutazione del rating, inoltre, nessun soggetto potrà possedere più del 5% di diverse agenzie.

Con questa approvazione si è cercato di ritracciare il campo di azione e il ruolo delle agenzie di rating, che con i loro giudizi hanno e possono influenzare notevolmente il successo di un'operazione finanziaria. Attualmente, in Europa sono registrate ventidue *Credit Rating Agency*, attive in 11 Paesi Membri. Di queste, solo le “tre sorelle” (Fitch, Moody's e Standard&Poor's) emettono rating per tutte le cinque classi considerate dall'ESMA: imprese non finanziarie, società finanziarie, assicurative, debiti sovrani e finanza pubblica, finanza strutturata.

Per spiegare al meglio il procedimento di assegnazione di un giudizio di rating, usufruiremo delle procedure di valutazione utilizzate dall'agenzia Cerved che si occupa di valutare le PMI italiane. L'agenzia definisce il rating come “un giudizio sul grado di solvibilità di un'impresa e la capacità dell'impresa stessa di generare risorse sufficienti a ripagare i propri creditori. Il rating misura la probabilità che l'azienda valutata possa registrare in futuro un evento di default, ossia possa non far fronte alle proprie obbligazioni finanziarie, e viene valutato da un'analista insieme all'utilizzo di sistemi statistici. Lo *scoring* invece è un giudizio di merito creditizio basato esclusivamente sull'utilizzo di modelli statistici.”¹¹⁵

La valutazione che effettua Cerved per esprimere il giudizio di rating tiene in considerazione soprattutto l'aspetto dimensionale delle aziende poste sotto

¹¹⁵ *Metodologia di Rating*, Cerved Rating Agency, Milano, Maggio 2014 pag. 3

esame, in quanto ad aziende più grandi si associa di solito un rischio minore. Quindi la prima distinzione riguarda le aziende che hanno più di 150 milioni di fatturato e vengono considerate *Large corporate* mentre in caso contrario si parla di *corporate* e *small business*. La costruzione del giudizio di rating prevede l'utilizzo di tutte le informazioni disponibili sull'azienda analizzata, e nel qual caso il set informativo non sia aggiornato, il giudizio viene momentaneamente sospeso in attesa di aggiornamenti.

Le informazioni utilizzate riguardano¹¹⁶ :

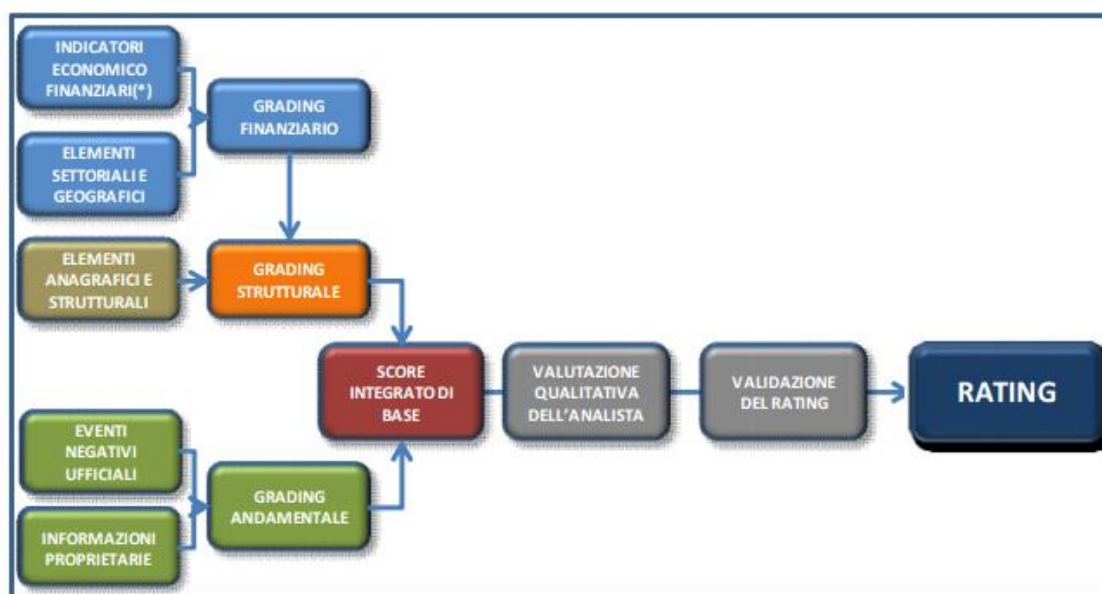
- Profilo economico-finanziario desumibile tramite analisi di bilancio.
- Prospettive macroeconomiche, settoriali e territoriali.
- Profilo qualitativo dell'impresa ed elementi di *governance* tratti dagli archivi pubblici.
- Eventi negativi quali: protesti, pregiudizievoli di conservatoria sull'impresa o su esponenti rilevanti, eventi di default (fallimenti o altre procedure), anche su imprese collegate.
- Abitudini di pagamento nelle transazioni commerciali e altre informazioni raccolte da Cerved Group nei suoi archivi.
- Esistenza di procedure di cassa integrazione.
- Rassegna stampa nazionale e locale.

Per capire come si organizza strutturalmente una procedura di valutazione e assegnazione di rating è utile riferirsi alla Figura 5, nella quale è descritta la formazione di un giudizio di *scoring* a partire da informazioni di tipo qualitativo, alla base di valutazioni statistiche e misurano, attraverso *grading* automatici, il profilo di rischio economico-finanziario e comportamentale dell'azienda ; a questo si aggiunge la formulazione del giudizio ad opera dell'analista, basata sull'esame di tutti i dati e delle valutazioni fondamentali e comportamentali elaborate dal modello statistico. La valutazione di tipo quantitativa si costruisce sul sistema Cebi-score4, che analizza tutte le informazioni a disposizione sui database pubblici, riferenti a informazioni sul rischio economico-finanziario dell'impresa, collocata nel suo sistema economico di riferimento attuale e

¹¹⁶ *Metodologia di Rating*, Cerved Rating Agency, Milano, Maggio 2014 pag. 7

prospettico ma, contemporaneamente, anche su indicatori qualitativi tipo l'area geografica e il settore di attività economica, la dimensione aziendale, l'anzianità dell'impresa, la composizione e le caratteristiche del management, la presenza in più nazioni.

Figura 5 - Struttura formulazione e assegnazione giudizio di rating *Cerved Group*



Fonte: Metodologia di Rating ,Cerved Rating Agency , Maggio 2014

La valutazione ottenuta tramite *scoring* e *rating*, vengono inseriti nel Cerved Group Rating (CGR), che permette di distinguere il merito creditizio di un'azienda assegnandole uno dei 13 livelli nei quali si compone. Le 13 classi di merito creditizio vanno da A1.1, per il quale il giudizio sull'affidabilità dell'azienda è eccellente, al C2.1, per il quale le aziende presentano forti squilibri economico-finanziari e hanno un rischio di credito molto elevato. A differenza del rating espresso dalle “tre sorelle” , che prevede una divisione tra *investment grade*, *speculative grade* e infine *default* nella classificazione CGS abbiamo le prime sei classi (da A1.1. ad A3.1) raggruppate in un'area denominata di “sicurezza”, le successive due (B1.1 e B1.2) in quella di “solubilità”, da B2.1 a B2.2 si passa alla cosiddetta area di “vulnerabilità” e

infine le restanti tre classi (da C1.1 a C2.1) costituiscono invece l'area di “rischio” (Tabella 5).

Tabella 5 - Cerved Group Rating

MASTER SCALE DEL CERVED GROUP RATING		
Area	Classe	Descrizione
SICUREZZA	A1.1	Azienda caratterizzata da una dimensione elevata, da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è minimo.
	A1.2	Azienda di dimensioni medio-grandi caratterizzata da un eccellente profilo economico-finanziario e da un'ottima capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è molto basso.
	A1.3	Azienda caratterizzata da un profilo economico-finanziario e da una capacità di far fronte agli impegni finanziari molto buoni. Il rischio di credito è molto basso.
	A2.1	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
	A2.2	Azienda con fondamentali molto solidi e una elevata capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
	A3.1	Azienda con fondamentali solidi e una buona capacità di far fronte agli impegni finanziari. Il rischio di credito è basso.
SOLVIBILITA'	B1.1	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è contenuto.
	B1.2	Azienda caratterizzata da una adeguata capacità di far fronte agli impegni finanziari, che potrebbe risentire di mutamenti gravi ed improvvisi del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è relativamente contenuto.
VULNERABILITA'	B2.1	I fondamentali dell'azienda sono complessivamente positivi nonostante elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a improvvisi cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito è comunque inferiore alla media.
	B2.2	I fondamentali dell'azienda presentano elementi di fragilità, che la rendono vulnerabile a cambiamenti del contesto economico-finanziario e del mercato di riferimento. Il rischio di credito, seppur generalmente ancora prossimo alla media, è significativo.
RISCHIO	C1.1	L'azienda presenta gravi problemi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è elevato.
	C1.2	L'azienda presenta problemi molto gravi e potrebbe non essere in grado di far fronte agli impegni finanziari assunti. Il rischio di credito è molto elevato.
	C2.1	L'azienda presenta problemi estremamente gravi, che ne pregiudicano la capacità di far fronte agli impegni finanziari anche nel breve periodo. Il rischio di credito è massimo.

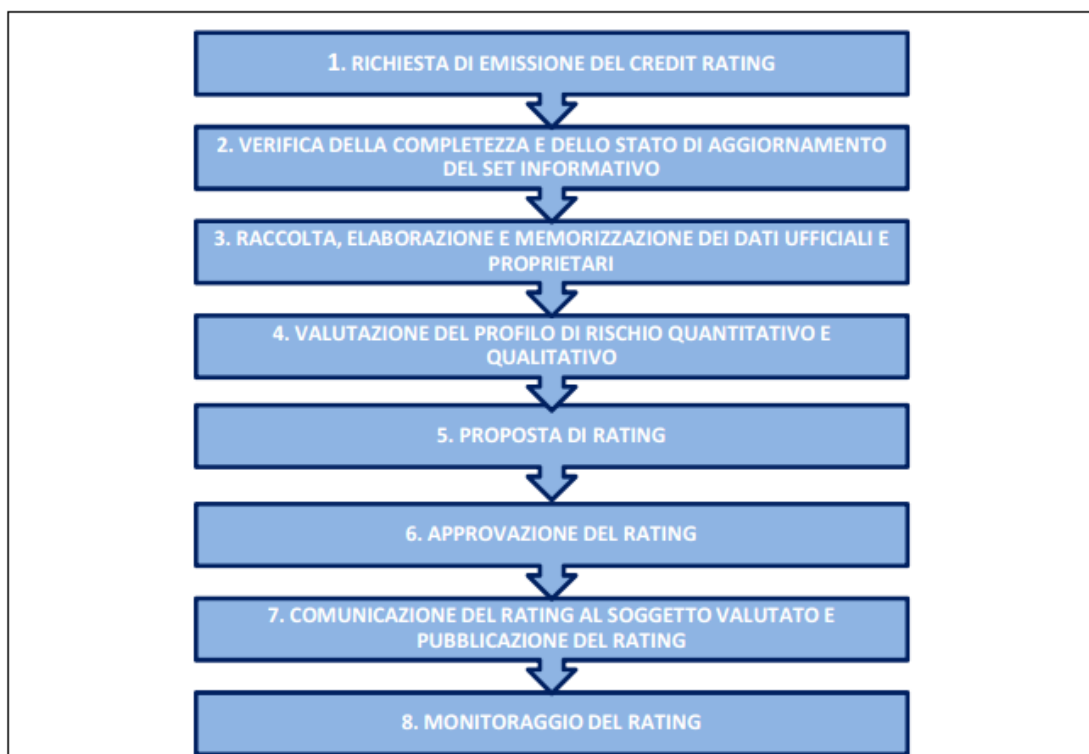
Fonte: Metodologia di Rating , Cerved Rating Agency, Maggio 2014

La valutazione del merito creditizio, ai sensi del Regolamento CE n. 1060/2009 e successive modificazioni ed ECAI (*External Credit Assessment Institution*), ha valenza un anno e viene continuamente sottoposta a valutazioni di aggiornamento sia da parte degli analisti che dal sistema Cebi che invece analizza le informazioni di natura quantitativa.

Relativamente alle operazioni di emissione, il rating può essere *unsolicited* o *solicited*. La differenza sta nel fatto che nel primo caso , la valutazione viene conferita al cliente e contemporaneamente anche alle aziende sottoposte a valutazione. Quest'ultime possono richiedere la rivalutazione del giudizio e la verifica dell'esattezza dei dati utilizzati, riottenendo un report contenente informazioni a riguardo della nuova valutazione di rating alla quale l'agenzia è pervenuta. Il report consiste in una valutazione e un giudizio espresso dal Dipartimento di Rating riguardo ai vari aspetti industriali, finanziari e di posizionamento competitivo sottoposti ad analisi; a questo si aggiunge un dossier analitico istruttorio contenente le informazioni di dettaglio utilizzate per arrivare al giudizio di rating.

Per quanto riguarda il rating *solicited* di solito è la stessa impresa a richiederlo, assumendo anche le vesti di cliente, e si caratterizza nelle fasi descritte nella Figura 6:

Figura 6 - Processo assegnazione Rating *solicited*



Fonte: Metodologia di Rating , *Cerved* Rating Agency

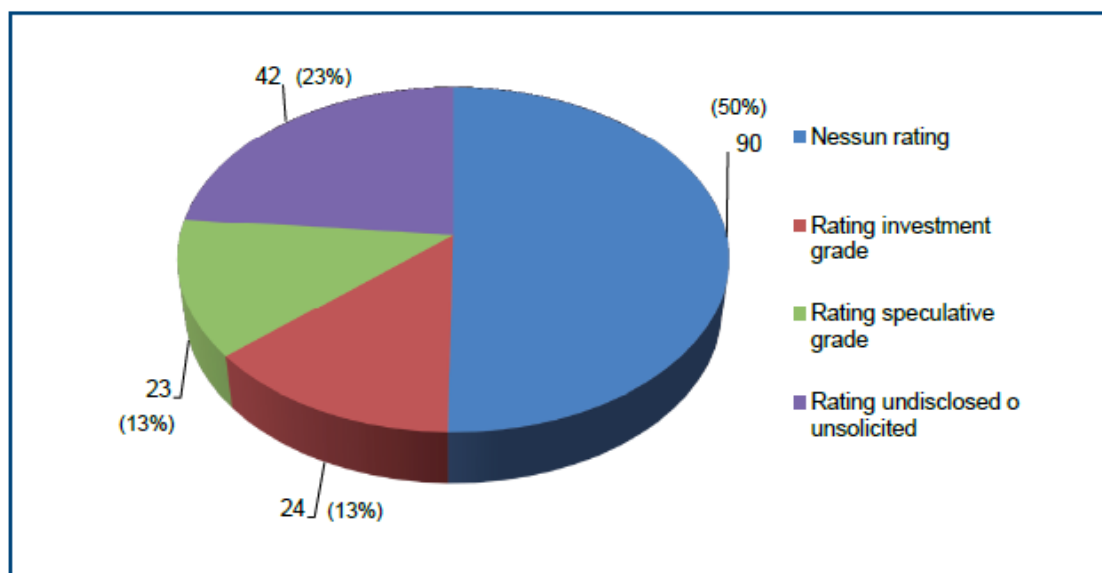
Le fasi più importanti riguardano sicuramente:

- La raccolta delle informazioni: gli analisti raccolgono le informazioni rilevanti dagli archivi aziendali e richiedono all'azienda delle informazioni aggiuntive in modo tale da consentire il completamento e l'aggiornamento di un set di dati utili a una corretta valutazione del rischio di credito, quindi richiedono l'accesso a : *business plan*, budget, piani finanziamento in essere, prospetto centrale rischi.
- Valutazione dell'azienda: sulla base dei dati e delle informazioni raccolte nei database societari o presso l'azienda da valutare, gli analisti elaborano un giudizio di rating che sottopongono al Comitato di Rating.
- Confronto pre-emissione: gli analisti comunicano all'azienda il rating assegnato e le considerazioni che hanno portato a quella valutazione così da dare possibilità a quest'ultima di apportare rilievi al giudizio assegnato, qualora ci fosse disaccordo tra le parti.
- Emissione e Monitoraggio: nei dodici mesi successivi all'emissione del rating, la società viene monitorata dall'agenzia di rating, cioè il rating può essere rimesso nel caso in cui l'agenzia entri in possesso di nuove informazioni atte alla modifica, in modo rilevante, del profilo di rischio dell'azienda.

Oggi secondo la normativa , in caso di emissione di mini-bond, non è necessario presentare tra i documenti obbligatori una valutazione di rating; nonostante questo sono molte le imprese che decidono di richiederlo affinché gli investitori possano essere supportati nella loro decisione di investimento anche da una misurazione esterna dell'affidabilità economico-finanziaria dell'impresa emittente. Il rating è tipico delle emissioni fatte da grandi imprese, e per collocamenti di grandi dimensioni. Molto meno frequente è il ricorso a tale giudizio per le emissioni più piccole e a breve termine, per le società finanziarie e per le PMI. Il rating 'privato' è più frequente per le emissioni con scadenza uguale o superiore a 5 anni. Nelle PMI e nelle piccole emissioni c'è una

probabilità relativamente più alta che venga chiesto dagli investitori (*unsolicited*) (Grafico 13).

Grafico 13 - Presenza rating su totale emissione mini-bond Italia



Fonte: Osservatorio Minibond , Politecnico di Milano , Febbraio 2016

3.2.7. Il ruolo delle garanzie

In Italia , a causa del *credit crunch* conseguito alla crisi finanziaria, è sempre più importante andare a valutare il merito creditizio del richiedente un prestito. Molto spesso anche a causa delle decisioni delle Autorità di vigilanza, è sempre più pressante la necessità, da parte degli istituti finanziari, di aumentare il fabbisogno di capitale a fronte di nuovi impieghi e la riduzione di questi sembra sempre più legata all'attuazione di politiche interne ai sistemi bancari. Ciò ha spinto sempre più i soggetti verso forme alternative di finanziamento che permettessero di ottenere le risorse necessarie alla loro crescita. La possibilità di ricevere capitale da soggetti diversi a quelli di matrice bancaria non ha eluso però la necessità di presentare indici di merito creditizio elevati, che proteggessero gli investitori contro il rischio insolvenza dei richiedenti prestito. Per questo il legislatore ha adottato interventi, per mezzo di meccanismi o soggetti, che potessero assicurare un innalzamento del merito creditizio delle imprese. La

presenza di soggetti o meccanismi garanti a copertura del rischio, insito nell'emissione di titoli di debito da parte di PMI, costituisce un elemento determinante per il successo o l'insuccesso di questi strumenti presso gli investitori professionali. E' stato delineato un sistema delle garanzie, pubbliche e mutualistiche, per accompagnare lo sviluppo del mercato dei mini-bond, aumentando il merito creditizio dell'emittente, e, contemporaneamente, per favorire un frazionamento del rischio per quanto attiene gli impieghi dei confidi grazie ad una maggior diversificazione delle proprie attività caratteristiche. Si sono seguite anche politiche fiscali e civilistiche per agevolare la sottoscrizione di bond, non solo da parte degli istituti bancari, ma anche dei grandi investitori istituzionali.

Alcune di queste politiche le ritroviamo nelle novità introdotte, con specifico riguardo alle operazioni di emissione di mini-bond, dal Decreto Legge del 22 giugno 2012, n. 83 (Decreto Sviluppo) e dal Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145, (Piano Destinazione Italia) che modificano la normativa civilistica (art. 2410 c.c.) in tema di garanzie a sostegno di un'operazione di emissione obbligazionaria. Ricordiamo che le garanzie ammissibili nelle operazioni di emissione di mini-bond possono essere di vario tipo, reali e personali ed è proprio in questo ambito che ricade la nuova disciplina del Decreto Sviluppo che stabilisce che la figura giuridica dell'ipoteca¹¹⁷ e il disposto del comma 3, articolo 2412 (codice civile), in base al quale il limite di emissione pari al doppio del capitale sociale, riserva legale e riserva disponibile risultanti dall'ultimo bilancio, può essere superato qualora l'emissione sia garantita da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società, fino a 2/3 del valore degli immobili medesimi. Legando quindi la possibilità di emettere mini-bond per quantitativi elevati alla gestione di un portafoglio di immobili oggetto di ipoteca. Un ulteriore forma di garanzia che può intervenire a sostegno di operazioni di emissione che riguardano i mini-bond è il pegno¹¹⁸ istituito dal debitore o da un

¹¹⁷ Secondo l'articolo 2808 del codice civile, l'ipoteca è un diritto reale di garanzia che riguarda, principalmente, beni immobili o beni mobili registrati. Esso tuttavia non comporta la perdita del possesso da parte del debitore-proprietario del bene gravato da ipoteca, ovvero sia dello stesso bene che è oggetto della garanzia.

¹¹⁸ Il pegno è un diritto reale di garanzia su un bene altrui, costituito per fungere da garanzia di un credito. Il diritto si costituisce per contratto e può avere ad oggetto beni mobili o crediti.

terzo soggetto per il debitore stesso. Inoltre il D.L. Destinazione Italia ha individuato come *asset* eleggibili a garanzia dell'emissione di obbligazioni bancarie i crediti nei confronti delle PMI, insieme ai mini-bond e a strumenti finanziari emessi da veicoli di cartolarizzazione aventi mini-bond come attivi sottostanti (c.d. obbligazioni bancarie collateralizzate). In tema di garanzie reali, il decreto Destinazione Italia interviene, a modifica dell'articolo 46 del TUB "Finanziamenti alle imprese: costituzione di privilegi".

In precedenza la norma stabiliva di poter garantire i finanziamenti bancari a medio e lungo termine alle imprese, mediante la costituzione di privilegio¹¹⁹ sui beni mobili destinati all'esercizio dell'impresa. Oggi il Decreto Destinazione Italia estende tale possibilità anche alle obbligazioni e mini-bond e cambiali finanziarie però solamente se tali titoli siano interamente sottoscritti da investitori qualificati e riservati alla circolazione soltanto presso tali investitori. Il decreto specifica, inoltre, il requisito formale ovvero che il privilegio deve risultare per iscritto a pena di nullità,. Nell'atto vanno messi per iscritto e ben definiti : i beni e i crediti sui quali il privilegio viene costituito, la banca creditrice o, nel caso di obbligazioni e titoli simili, il sottoscrittore o i sottoscrittori di tali obbligazioni o un loro rappresentante, il debitore, il soggetto che ha concesso il privilegio, l'ammontare e le condizioni del finanziamento nonché la somma di denaro per la quale il privilegio viene assunto. Con questa novità si dà all'impresa emittente il vantaggio di rendere l'investimento più sicuro e quindi più appetibile sul mercato ma al contempo va a creare un privilegio su dei beni propri avendo la possibilità di utilizzarli senza privarsene.

Ulteriori forme di sostegno pubblico in caso di emissioni di strumenti finanziari da parte delle PMI sono: il regime operativo del Fondo di Garanzia per le PMI,

Nel primo caso, è un contratto reale (e alla consegna della cosa è equiparata la consegna del documento che ne conferisce l'esclusiva disponibilità). La consegna della cosa data in pegno comporta lo spossessamento del proprietario ed assolve la funzione di porre i terzi nella condizione di rendersi conto che si tratta di cosa della quale l'alienante non ha la piena disponibilità.

Nel secondo caso, è un contratto che si perfeziona solo con la notificazione del pegno al debitore del credito oggetto del diritto oppure con l'accettazione da parte di questo con scrittura avente data certa.

Nell'ordinamento italiano è regolato dagli articoli 2784 e seguenti del Codice civile.

¹¹⁹ Ai sensi dell'articolo 2745 del codice civile, il privilegio è una causa di prelazione accordata dalla legge al creditore in considerazione della particolare natura del credito.

l'attività di riassicurazione svolta da SACE, l'operatività dei confidi, delle banche e di altri investitori qualificati.

3.2.7.1. Fondo di Garanzia per le PMI

Il Fondo di Garanzia per le PMI è una delle modalità di garanzia pubblica tramite la quale Unione europea e Stato Italiano affiancano le imprese con difficoltà di accesso al credito bancario poiché non dispongono di sufficienti garanzie. La possibilità di usufruire di questa garanzia rappresenta un grande vantaggio sia perché riduce il rischio dell'investimento sia perché nel caso siano soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale ne riduce l'assorbimento patrimoniale. Le imprese alle quali il fondo presta ausilio devono essere valutate come capaci di rimborsare il finanziamento garantito, quindi devono risultare economicamente e finanziariamente sane sulla base di appositi modelli di valutazione che utilizzano i dati di bilancio o delle dichiarazioni fiscali degli ultimi due esercizi. Nel caso delle start up sono invece valutate sulla base di piani previsionali. Ovviamente, come esplica il nome del fondo, possono essere garantite le imprese che rispettano i parametri dimensionali PMI: singolarmente o tra loro consolidate debbono avere meno di 250 occupati, il loro fatturato deve essere inferiore ai 50 milioni di euro o, in alternativa, il totale di bilancio deve essere inferiore a 43 milioni di euro. A partire dal giugno del 2014 sono stabiliti i requisiti di concessione delle garanzie da parte del Fondo sulle emissioni di mini-bond¹²⁰:

- Essere finalizzati al finanziamento dell'attività d'impresa.
- Non avere ad oggetto la sostituzione di linee di credito già erogate al soggetto beneficiario finale.
- Essere sottoscritti dopo l'accoglimento della richiesta di garanzia da parte del Fondo Centrale.
- Avere una durata compresa tra 36 e 120 mesi (per le operazioni su portafogli di mini-bond può essere previsto un periodo di ammortamento, la cui durata non può superare il periodo che intercorre tra la data di

¹²⁰ R. CALUGI, G. PAGLIETTI, *Minibond istruzioni per l'uso*, Camera di Commercio, Milano 2016, pag. 26

sottoscrizione del mini-bond e la data di chiusura del portafoglio di mini-bond).

- Non essere assistiti da altre garanzie, reali o assicurative.

Possono beneficiarne sia banche che intermediari finanziari e gestori di fondi. Le risorse totali messe a disposizione possono arrivare fino a un massimo di 50 milioni di euro, ma potranno essere raddoppiate su proposta del Comitato di gestione del Fondo Centrale in base all'andamento delle operazioni. Il 40% di queste risorse sarà utilizzabile per erogare garanzie su singole emissioni di mini-bond e il 60% per coprire il rischio legato alla costruzione di portafogli di questi. Ma per capire al meglio come funzionano e quale è il valore che può raggiungere la copertura data dalla garanzia bisogna distinguere le operazioni a seconda che ci si riferisca ad una singola operazione di sottoscrizione oppure ad una su un portafoglio di bond.¹²¹

- In caso di singola operazione avremo che il massimo garantibile per singola impresa è pari 1,5 milioni di euro e la copertura può arrivare fino al 50% del valore nominale del mini-bond nel caso di rimborso a rate (*amortising* mini-bond) e fino al 30% del valore nel caso si tratti di un *bullet* mini-bond ossia a rimborso unico a scadenza. L'ammissibilità alla garanzia del Fondo Centrale è soggetta a una valutazione del beneficiario finale sulla base di specifici modelli di *scoring* e al pagamento, da parte del soggetto richiedente, di una commissione "una *tantum*" in misura pari all'1% dell'importo garantito, da versare entro 30 giorni dalla delibera positiva di concessione della garanzia.
- In caso di garanzia da rilasciare su un portafogli di mini-bond, la garanzia del Fondo Centrale viene concessa a condizione che le singole operazioni non superino il 3% del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio, che dovrà essere compreso tra i 50 e i 300 milioni di euro. La garanzia potrà arrivare fino all'80% della tranche junior del portafoglio a condizione che non ecceda un importo pari all'8% del valore nominale complessivo dei titoli che compongono il portafoglio.

¹²¹ R. CALUGI, G. PAGLIETTI, *Minibond istruzioni per l'uso*, Camera di Commercio, Milano 2016, pag. 27

L'importo della garanzia potrà, tuttavia, essere innalzato qualora vi sia il Cofinanziamento da parte di Regioni, o altri enti.

In questi casi rimane a carico del richiedente verificare il possesso, da parte dell'impresa, dei requisiti imposti dalla normativa del Fondo Centrale relativamente alle caratteristiche dimensionali, al settore di appartenenza e alle finalità dell'operazione. Il soggetto richiedente calcola, inoltre, il rating dell'impresa che alla data di inclusione dell'operazione nel portafoglio, ai fini dell'ammissibilità, deve risultare non inferiore alla classe "B-" secondo la scala di valutazione Standard & Poor's .

La possibilità di richiedere una garanzia su un emissione di mini-bond può valere anche nel caso in cui il portafoglio è in fase di costituzione¹²²: è obbligatorio che la chiusura del portafoglio avvenga entro il termine indicato dal soggetto richiedente in sede di richiesta di garanzia, che non potrà, in ogni caso, superare i 18 mesi dalla data di concessione della garanzia. Il Comitato di gestione può concedere una proroga di 6 mesi. Entro 15 giorni dalla scadenza del termine massimo per la chiusura del portafoglio, il soggetto richiedente è tenuto a comunicare al gestore del Fondo Centrale la data effettiva di chiusura del portafoglio, l'ammontare complessivo, il punto di stacco¹²³ e lo spessore¹²⁴ della tranche junior dell'emissione nonché le condizioni economiche applicate ai singoli finanziamenti compresi nel portafoglio. Potrebbe però accadere che alla data di scadenza massima l'importo del portafoglio di mini-bond sia inferiore all'importo indicato in fase di richiesta e a questo punto in capo al soggetto richiedente nasce l'obbligo di pagare un corrispettivo al Fondo Centrale, che sarà:

- Per banche e intermediari finanziari sarà pari al prodotto tra la commissione di messa a disposizione fondi mediamente praticata dal soggetto finanziatore alla propria clientela nei tre mesi precedenti la presentazione della richiesta di garanzia del Fondo e la differenza tra

¹²² R. CALUGI ,G. PAGLIETTI , *Minibond istruzioni per l'uso*, Camera di Commercio, Milano 2016.pag. 28.

¹²³ Il punto che determina la suddivisione tra la tranche junior e le tranche *mezzanine* a questa sovraordinate.

¹²⁴ Percentuale data dal rapporto tra una determinata tranche sul valore nominale del portafoglio di mini-bond.

l'importo della quota di tranches junior per la quale è stata richiesta la garanzia e l'importo effettivo della quota di tranches junior garantita.

- Per i gestori sarà pari al 35% della differenza tra l'importo della quota di tranches junior per la quale è stata deliberata la garanzia del Fondo Centrale e l'importo effettivo della quota di tranches junior garantito dal Fondo.

Il corrispettivo sarà incrementato del 5% nel caso in cui l'ammontare del portafoglio non raggiunga i 50 milioni di euro. Anche con riferimento all'ottenimento della garanzia su portafogli di mini-bond, i soggetti richiedenti dovranno versare, entro 30 giorni dalla data di chiusura del portafoglio, una commissione “una tantum”, corrispondente all'1% dell'importo garantito.

A causa delle criticità che erano emerse in un primo momento, cioè con l'emanazione della normativa dettata dal Decreto Sviluppo, il Piano Destinazione Italia, si è occupato di integrare nuove disposizioni in caso di mini-bond. Il nuovo decreto prevede la possibilità per il Fondo di concedere garanzie dirette anche a favore di società di gestione del risparmio che, in nome e per conto dei fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivano obbligazioni o titoli simili emessi da PMI. Il Fondo per PMI potrebbe anche intervenire su cartolarizzazioni di portafogli di mini-bond ceduti a una società veicolo e in tale contesto lo stesso potrebbe intervenire mediante “garanzia di portafoglio”, acquisendo il rischio della tranche junior.

3.2.7.2. SACE

SACE è un gruppo assicurativo-finanziario, controllato al 100% da Cassa di Risparmio di Roma e di Credito Italiano, attivo in diversi settori: dall'*export credit*, all'assicurazione del credito, alla protezione degli investimenti, ma anche in tema di garanzie finanziarie, nelle cauzioni e nel factoring. Il Gruppo assume in assicurazione e/o in riassicurazione i rischi a cui sono esposte le aziende italiane nelle loro transazioni internazionali e negli investimenti all'estero. SACE si colloca nel contesto di istituti che si occupano di fornire una sorta di garanzia pubblica, così

identificata dalla partecipazione del 100% di CDP, a sua volta partecipata all'80% dal Ministero delle Economie e delle Finanze.

L'attività del gruppo, in merito all'emissione di mini-bond, è principalmente quella di riassicurare le obbligazioni e i titoli simili emessi, offrendo una garanzia nel limite del 70% del valore dell'emissione. La garanzia può essere sottoscritta ad aziende con programmi di internazionalizzazione ed una componente di fatturato estero superiore al 10% e il suo costo è variabile tra i 50 e i 200 punti base, a seconda dello standing creditizio e dello stato di solvibilità dell'impresa emittente.

3.2.7.3. *Confidi e banche*

Ultimo player in termini di garanzie rilasciabile alle PMI in fase di emissioni di mini-bond è il Confidi, acronimo di "consorzio di garanzia collettiva dei fidi": un consorzio italiano che svolge attività di prestazione di garanzie per agevolare le imprese nell'accesso ai finanziamenti, a breve medio e lungo termine, destinati alle attività economiche e produttive. I confidi sono disciplinati dal Testo Unico Bancario (TUB) D.L. 385 del 1993. Tali istituti nascono come espressione delle associazioni di categoria nei comparti dell'industria, del commercio, dell'artigianato e dell'agricoltura, basandosi su principi di mutualità e solidarietà e successivamente, si sviluppano, anche grazie alle incentivazioni regionali, andando a costituire diversi organismi di garanzia, principalmente nell'artigianato ma anche nei comparti della PMI e dell'industria. In caso di sottoscrizione del prestito obbligazionario da parte di una banca (o pool di banche), il confidi può prestare garanzia per tutta o parte dell'emissione, anche con la possibilità di poter beneficiare dell'intervento in contro o co-garanzia del Fondo di Garanzia per le PMI.

La circolare 216 della Banca d'Italia ha creato delle perplessità in merito alla possibilità dei confidi di concedere garanzie sull'emissione di strumenti finanziari da parte di PMI, poiché l'attività dei confidi è definita come *“l'attività, nei confronti di imprese socie o consorziate, rappresentata dall'utilizzazione di risorse provenienti in tutto o in parte dalle imprese socie per la prestazione*

mutualistica e imprenditoriale di garanzie volte a favorirne il finanziamento da parte delle banche e degli altri soggetti operanti nel settore finanziario”. Banca d’Italia ha sollevato dubbi che ad oggi sembrano aver trovato soluzione dal fatto che i sottoscrittori di strumenti finanziari, poiché investitori qualificati, rientrano, nella quasi totalità, nell’ambito dei soggetti operanti nel settore finanziario.

3.2.8. Gli investitori qualificati

Negli ultimi anni gli investitori professionali hanno supportato la crescita numerica del mercato dei capitali alternativi a quello bancario, sfruttando la situazione congiunturale non ottima, che impediva alle imprese italiane di ottenere fondi necessari al soddisfacimento delle loro necessità. Il mercato del corporate bond si suddivide in "mercato primario", cioè un flusso di nuove emissioni di titoli obbligazionari e cambiali finanziarie di PMI in cui investono, per legge, solo gli investitori qualificati e il "mercato secondario", cioè la quotazione in borsa dei titoli emessi e la partecipazione degli operatori agli scambi.

Secondo la norma gli investitori qualificati¹²⁵ sono:

- Imprese di investimento, banche, agenti di cambio, società di gestione del risparmio (SGR), società di investimento a capitale variabile (SICAV), fondi pensione, imprese di assicurazione, società finanziarie capogruppo di gruppi bancari, soggetti iscritti negli elenchi previsti dagli articoli 106, 107 e 113 del D. L. 1° settembre 1993 n. 385.
- Soggetti esteri autorizzati a svolgere, in forza della normativa in vigore nel proprio Paese di origine, le medesime attività svolte dagli investitori predetti.
- Fondazioni bancarie.
- Persone fisiche, persone giuridiche e altri enti in possesso di specifica competenza ed esperienza in operazioni in strumenti finanziari

¹²⁵ Ai sensi dell’art. 1, comma 1, lett. h del D.M. 228/1999, “Regolamento recante norme per la determinazione dei criteri generali cui devono essere uniformati i fondi comuni di investimento”.

espressamente dichiarata per iscritto dalla persona fisica o dal legale rappresentante della persona giuridica o dell'ente.

La ratio della norma delimita la possibilità di investire ai soli investitori qualificati in quanto vengono ritenuti gli unici , grazie alle loro strutture e capacità di raccolta informativa, a poter gestire e valutare con correttezza l'investimento in mini-bond : esiste un forte rischio "illiquidità", dovuto alla difficoltà di smobilizzare l'investimento in questa tipologia di strumenti a prezzi coerenti con le condizioni dell'impresa emittente e del mercato. E' necessario, dunque, che gli investitori siano operatori qualificati in grado di valutare autonomamente i relativi rischi da sostenere. Nel quadro individuato, c'è un'opportunità indiretta anche per l'investitore privato: fondi pensione, assicurazioni, fondazioni, fondi comuni di investimento hanno ulteriori possibilità di diversificazione nelle nuove combinazioni rischio-rendimento nel mercato dei mini-bond. In realtà questa possibilità è concessa solo ai privati "autocertificati" come qualificati, soggetti privati (con patrimoni consistenti) che si dichiarano in grado di valutare in modo professionale tali operazioni finanziarie.

La possibilità di accesso a questi mercati è stata riformata con il Decreto Destinazione Italia che dovendo intervenire in materia di misure a sostegno del credito alle imprese ha:

- Uniformato il trattamento fiscale sulle garanzie imponendo la stessa imposta sostitutiva sia che si tratti di prestiti bancari che di obbligazioni emesse da società non quotate (in precedenza per le garanzie su emissioni di obbligazioni l'aliquota era piena).
- Ha esteso la possibilità di investire in operazioni di emissioni di obbligazioni o cambiali finanziarie di PMI anche alle imprese di assicurazione. Infatti in base a quanto stabilito dal decreto le quote di fondi comuni di credito e i titoli derivanti da cartolarizzazioni possano costituire attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione. Inoltre, le stesse possono essere utilizzate come garanzia

dei *covered bond* (obbligazioni bancarie garantite) emessi dalle banche, e possano costituire oggetto di cartolarizzazione (strumento favorito in diversi modi dal decreto). Queste novità pongono le basi affinché in Italia si possa sviluppare un mercato fiorente dei mini-bond al quale possono affluire numerose tipologie di investitori.

In sintesi, il Decreto Destinazione Italia (D.L. 145/2013) si occupa di includere alcune misure per favorire il credito alle imprese, ma anche a agevolare tali tipi d'investimenti da parte delle imprese di assicurazione, dei fondi pensione e degli enti pubblici previdenziali ed assicurativi.

3.2.8.1. Banche

Per quanto riguarda gli strumenti dei mini-bond, il ruolo svolto dalle banche è molto importante soprattutto nelle fasi di decisione, emissione, collocamento e quotazione. Le stesse hanno, infatti, la facoltà di agire sia come *arranger* dell'operazione, ma soprattutto come investitori, rappresentandone la tipologia più tradizionale e per eccellenza: in primo luogo, per gli elevati rendimenti dei quali possono giovare ed inoltre, perché tali titoli possono rappresentare un buono strumento utilizzato come *collateral* nelle operazioni di rifinanziamento della BCE. Infatti oggi oltre ai *Government Bond*, *Bank Bond* o *bond* di aziende molto solide, il mercato dei *collateral* si è aperto anche a titoli più rischiosi come le *Asset-backed securities* (ABS); per questo motivo anche i mini-bond possono essere concessi come titoli a garanzia del prestito in operazioni pronto contro termine delle operazioni di mercato aperto LTRO , cioè *Long Term Refinancing Operation*¹²⁶.

Un altro caso di incentivo all'investimento in mini-bond è l'inclusione delle obbligazioni e i titoli simili e altre tipologie di attivi creditizi (in particolare i crediti alle PMI) tra quelli idonei a essere posti a garanzia di obbligazioni bancarie collateralizzate. Queste tipologie di attivi erano escluse da quelle

¹²⁶ Nello specifico le operazioni di mercato aperto si suddividono in quattro diverse tipologie: *Main refinancing operation*, *Longer-term refinancing operation*, *Fine-tuning operation* e *Structural operation*. Quelle da noi considerate sono le *Longer-term refinancing operation*, sono normalmente delle transazioni tese a fornire liquidità al sistema e di regola sono condotte con cadenza mensile e scadenza a tre mesi. E' però possibile che le LTRO avvengano anche a intervalli irregolari e con altre scadenze ad esempio sei mesi o dodici.

ammissibili a garanzia di emissione di obbligazioni bancarie garantite di cui all'articolo 7 bis della Legge 30 aprile 1999, n. 130 (c.d. *covered bonds*).

3.2.8.2. Assicurazioni

Le compagnie di assicurazione sono un tipo particolare di intermediario finanziario che svolge la sua attività ordinaria basandosi su contratti di assicurazione. Il processo assicurativo può individuarsi, seguendo un approccio di tipo “industriale”, nella produzione di un bene immateriale rappresentato dalla “copertura assicurativa”, ossia nella garanzia, da parte dell'assicuratore, di rivalere l'assicurato al momento del verificarsi di un determinato evento, a fronte del pagamento di un premio. Nelle compagnie di assicurazioni il ciclo costiricavi è ribaltato rispetto a quello delle altre imprese di produzione, infatti la compagnia assicurativa prima riceverà un flusso in entrata caratterizzato dal premio (costo del prodotto assicurativo) e in via postergata, con una certa probabilità, sosterrà un costo (rimborso dell'assicurato), a seconda che si verifichi o meno l'evento contro la quale il cliente si è assicurato.

Per quanto attiene al mercato di riferimento, quello assicurativo si differenzia da quello bancario per natura e durata del fabbisogno di servizi finanziari da parte dell'operatore famiglia. Ma se esistono delle differenze evidenti, è possibile anche riscontrare delle similitudini come ad esempio l'attività di raccolta presso il pubblico (premi) e l'impiego degli stessi (riserve tecniche) in attività reali e/o finanziarie, il grado di rischio dei portafogli di *assets* costituiti dai finanziamenti erogati a titolo di credito e dalle partecipazioni al capitale di rischio, la rilevanza della solidità finanziaria dell'impresa. In tema di mini-bond assume rilevanza il ruolo delle riserve tecniche, le quali costituiscono la fonte di finanziamento che poi viene reinvestita in impieghi reali e finanziari nel periodo di tempo che intercorre tra l'incasso del premio e il pagamento al cliente del servizio assicurativo stipulato. Nella lista degli attivi ammessi a copertura delle riserve tecniche¹²⁷, si intende inserire una nuova classe di investimenti che includa le

¹²⁷ Agli art. 17 e 23 del Regolamento IVASS 36/2011, rispettivamente per le gestioni vita e danni.

obbligazioni e i titoli simili cioè le obbligazioni emesse da società non quotate, ad eccezione di banche e micro-imprese, incluse obbligazioni con clausole di subordinazione e di partecipazione. In particolare¹²⁸:

- L'investimento in tale nuova classe di attivi è ammesso entro il limite del 3% delle riserve tecniche da coprire.
- Tali titoli sono ammissibili a copertura delle riserve tecniche anche se non negoziati in un mercato regolamentato. Inoltre vengono eliminati i requisiti legati alla anzianità di costituzione dell'impresa, alla certificazione del bilancio, alla durata residua dell'obbligazione¹²⁹.

Inoltre, il Piano Destinazione Italia, propone anche l'ulteriore inserimento di una nuova classe di investimenti che includa la nuova tipologia di operazioni di cartolarizzazione di obbligazioni. In particolare¹³⁰:

- L'investimento in tale nuova classe di attivi è ammesso entro il limite del 3% delle riserve tecniche da coprire;
- Le nuove cartolarizzazioni sono esenti dai requisiti di rating previsti per gli investimenti in cartolarizzazioni *ex* Regolamento IVASS 36/2011, rimanendo comunque in vigore i requisiti legati alla priorità di emissione e al rimborso a scadenza del capitale previsti per altre tipologie di cartolarizzazioni;
- La nuova classe di attivi include anche operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto obbligazioni e titoli simili, nel rispetto delle condizioni previste dal comma 1 bis dell'art. 1 della L. 130/99 come emendata dal Decreto.

3.2.8.3. *Gestioni patrimoniali e OICVM*

La gestione patrimoniale è un servizio offerto da un intermediario finanziario, ovvero società di gestione del risparmio e banche, ad un cliente che effettua un

¹²⁸ F. CAPUTO NASSETTI, *Mini-bond- la riforma introdotta dal D.L. "Destinazione Italia" e lo sviluppo del mercato*, Atti del Convegno Paradigma, Milano, 17 febbraio 2014.

¹²⁹ I requisiti ricordati sono attualmente previsti dal Regolamento 36/2011 per altre tipologie di obbligazioni.

¹³⁰ A. SILVESTRI, *Profili critici e aspetti evolutivi del regime fiscale dei mini-bond. Le novità del D.L. "Destinazione Italia"*, Atti del Convegno Paradigma, Milano, 17 febbraio 2014

conferimento di denaro e nell'ambito di alcune linee guida, più o meno vincolanti, dà mandato all'intermediario di gestire il capitale con l'obiettivo di ottenere una rivalutazione dello stesso. I servizi di gestione patrimoniale mobiliare, GPM, sono considerati interessanti per il risparmiatore dal fatto che il capitale è gestito in modo individuale rispetto a quello conferito da altri clienti¹³¹, al contrario di quanto accade nei fondi comuni¹³², nei quali il capitale partecipa a un monte collettivo in cui l'individualità del conferimento si smaterializza. Inoltre il risparmiatore però può indicare le caratteristiche di gestione del capitale personalizzando il rapporto con l'intermediario. Per questa tipologia di soggetti investire in mini-bond significa migliorare la diversificazione dei portafogli dei risparmiatori e individuare una combinazione rischio-rendimento appetibile. Ma investire in mini-bond risulta essere d'interesse anche ai c.d. OICVM, cioè organismi che si occupano di investimenti mobiliari (fondi aperti e chiusi, sia italiani che esteri), e società di investimento a capitale variabile (Sicav). Questi intermediari finanziari sono disciplinati dal D.L. 58/1998 e dal recente D.L. 47/2012, grazie a questo, le SGR, con un apposito attestato di qualifica, hanno la possibilità di costituire e gestire tali organizzazioni in diversi Stati membri della UE. Tra gli OICVM di maggior rilievo per la norma si individuano:

- I Fondi Pensione sono quegli organismi che erogano trattamenti pensionistici complementari del sistema pensionistico obbligatorio.¹³³
- I *Family Offices* sono società di servizi che gestiscono il patrimonio di una o più famiglie facoltose, e svolgono per conto di essa: pianificazione e

¹³¹ Per avvalorare l'individualità che caratterizza la gestione patrimoniale, esiste un conto intestato al cliente e tutte le operazioni sono registrate a nome del risparmiatore.

¹³² I fondi comuni di investimento sono istituti di intermediazione finanziaria che hanno lo scopo di investire i capitali raccolti dai risparmiatori al fine di creare valore per clienti e gestori del fondo. Le principali componenti che caratterizzano un fondo comune di investimento sono:

- fondisti: risparmiatori che investono nelle attività del fondo acquisendone quote tramite i propri capitali;
- società di gestione: fulcro gestionale dell'attività del fondo con funzione di avviare il fondo stesso, di stabilirne il regolamento e di gestirne il portafoglio;
- banche depositarie: custodi materiali dei titoli del fondo e delle liquidità di cassa e controllori della legittimità delle attività svolte dal fondo.

I costi sostenuti da chi entra in un fondo comune di investimento sono i seguenti: commissione d'ingresso, commissione di gestione, extra-commissione di performance. Quotidianamente è pubblicato sui giornali il valore unitario di ogni singola quota dei diversi fondi. Infine si possono distinguere i fondi in base agli assets in cui investono identificando così: fondi azionari, obbligazionari e bilanciati.

¹³³ La loro funzione è sia previdenziale per la realizzazione, in concorso con la previdenza obbligatoria, degli obiettivi di cui all'art. 38 della Costituzione, sia di tipo economico-finanziario. Per l'ingenza delle risorse a disposizione di tali enti questi sono considerati investitori istituzionali assimilabili a fondi comuni per la gestione collettiva dei capitali e l'investimento a lungo termine da parte dei risparmiatori.

consulenza finanziaria, fiscale, strategica; gestione di investimenti con servizi di *asset allocation*, *risk management*, analisi e *due diligence* degli investimenti.

- *Hedge funds* sono fondi speculativi che hanno l'obiettivo di produrre rendimenti costanti nel tempo, con bassa correlazione rispetto all'andamento del mercato di riferimento.¹³⁴

Il decreto Destinazione Italia, come abbiamo visto in apertura di capitolo, incentiva l'intervento di questi investitori istituzionali in operazioni riguardanti mini-bond, con agevolazioni fiscali di non applicazione della ritenuta del 26% qualora gli OICVM sottoscrivano direttamente obbligazioni emesse da società non quotate e allo stesso modo quando quest'ultimi sottoscrivano *notes* emesse da SPV che in via prevalente si occupano di investimenti in titoli obbligazionari. Inoltre, il decreto favorisce il collocamento¹³⁵, con sottoscrizione per esempio da parte delle compagnie assicurative, di quote di fondi comuni che investono prevalentemente in obbligazioni e in titoli simili di cui ai commi 19 e seguenti dell'art. 32 del D.L. 83/2012 e strumenti derivanti da operazioni di cartolarizzazione delle stesse obbligazioni e titoli simili ritenendo non necessaria la creazione di nuove categorie di attivi, in quanto tali investimenti possono essere inseriti nelle classi già esistenti in relazione alla prevalenza dell'investimento; prevedendo l'elevazione del limite dell'1%, previsto come soglia di concentrazione in un unico fondo, al 3% nel caso di fondi che investono prevalentemente in obbligazioni e cartolarizzazioni disciplinati dal Decreto Sviluppo.

¹³⁴ Tali enti sono contraddistinti dal numero ristretto di soci partecipanti e dall'elevato investimento minimo richiesto, sono inoltre caratterizzati da:

- tecniche e strumenti di gestione avanzati, spesso non adottabili dai fondi comuni per motivi regolamentari, come: vendita allo scoperto, strumenti derivati, opzioni, hedging e una elevata leva finanziaria.;
- struttura commissionale basata su una commissione di gestione annua circa del 2% e una commissione di performance solitamente del 20%;
- l'investimento nel fondo speculativo di una quota rilevante di capitale da parte dei gestori, per disincentivare gli stessi da comportamenti opportunistici.

¹³⁵ *Small Business Act - Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2014 e nel primo semestre 2015*, Rapporto 2015, Ministero dello Sviluppo Economico, Roma 2015, pag. 42

3.3. La quotazione dei Mini-bond: il mercato ExtraMOT PRO

3.3.1. Gli obblighi antecedenti l'emissione dei mini-bond

Terminata la strutturazione dell'operazione di emissione non rimane che dare procedimento a tutti quei passaggi necessari, dal punto di vista normativo, a condurre alla negoziazione degli strumenti sul Mercato ExtraMOT PRO, organizzato e regolamentato da Borsa Italiana. In questo passaggio entrano in gioco studi legali specializzati che si occupano di predisporre importanti passaggi come: il regolamento del prestito, i documenti di ammissione alla quotazione dei mini-bond e il contratto di sottoscrizione tra emittente ed investitore.

Le fasi principali del processo sono ascrivibili a tre macro-classi :

1. Emissione dei mini-bond da parte della società emittente dopo aver adempiuto agli aspetti normativi e regolamentari richiesti.
2. Ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO.
3. Immissione dei mini-bond nel sistema di gestione accentrata presso Monte Titoli.

Per quanto riguarda l'emissione, prima di procedere alla stessa è necessario avere analizzato alcuni elementi:

1. Statuto: in base alla tipologia di società emittente potrebbe essere necessario o meno una riforma dello statuto per procedere all'emissione di questi strumenti. Nel caso in cui l'emittente sia una società a responsabilità limitata, la possibilità per la società di emettere titoli di debito deve essere espressamente prevista dallo statuto, e al suo interno deve essere indicato l'organo competente a deliberare in merito all'emissione dei titoli di debito, nonché tutte le caratteristiche dell'emissione ad esso collegate come eventuali limiti, modalità e *quorum* necessari per la decisione. Se nello statuto della società non è prevista questa possibilità allora bisognerà ricorrere anticipatamente ed una riforma statutaria, che deve avvenire in assemblea straordinaria ed essere redatta da un notaio. Se invece ci stiamo riferendo ad una società per azioni, l'emissione di obbligazioni è un elemento tipico di una S.p.a,

quindi non vi è necessità che tale modalità di finanziamento sia prevista nello statuto. In assenza di diversa disposizione statutaria spetta, infatti, agli amministratori deliberare in merito in assemblea.

2. Deliberazione di emissione: gli organi competenti, per quanto detto sopra, deliberano in merito all'emissione dei mini-bond, all'ammissione degli stessi alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO e al conferimento dei poteri di esecuzione della delibera stessa. In caso di società per azioni, la deliberazione deve risultare da verbale redatto dal notaio ed essere depositata ed iscritta nel Registro delle Imprese a norma dell'articolo 2436 del codice civile. In caso di società a responsabilità limitata, la deliberazione è iscritta a cura degli amministratori presso il Registro delle Imprese competente (comma 3 dell'art. 2483).
3. Libro delle obbligazioni/Registro dell'emittente: l'emittente deve istituire il cosiddetto "registro dell'emittente" (in caso di S.r.l.) e il "libro delle obbligazioni" (in caso di S.p.A.) e nel quale vengono indicate tutte le informazioni rilevanti ai fini dell'operazione.
4. Regolamento del prestito: è il documento in cui vanno indicati termini e condizioni relativi ai mini-bond emessi. Il documento scritto dovrà descrivere le caratteristiche dei mini-bond quali natura, forma, importo, valore nominale e limiti di circolazione; le modalità di pagamento degli interessi e di rimborso della quota capitale; i diritti dei titolari dei mini-bond e gli obblighi ai quali deve adempiere l'emittente.
5. Contratto di sottoscrizione: è il negozio giuridico che regola i rapporti tra Emittente e Sottoscrittore degli strumenti. Nel contratto vanno inclusi tutti quegli elementi che caratterizzano l'emissione dello strumento, ossia: condizioni e termini della stessa, nonché le dichiarazioni, le garanzie, gli impegni e le clausole di manleva ed indennizzo a favore degli investitori.
6. Incarico alla banca agente: l'emittente si occupa del conferimento dell'incarico di agent ad una banca, tramite sottoscrizione di un apposito contratto (che viene delineato nelle sue caratteristiche di base dalla banca cliente stessa). Il contratto conferisce, oltre alle mansioni richieste

all'Arranger, di svolgere tutte le attività relative al *servicing* del debito e quindi gestione delle scadenze, ma anche pagamenti dovuti dall'emittente ai sottoscrittori dell'obbligazione.

3.3.2. Adempimenti strumentali all'accesso al mercato

La negoziazione dei mini-bond, nonché di altri strumenti avviene dall'11 febbraio 2013, sul Segmento ExtraMOT PRO, attivato dalla società di gestione Borsa Italiana ed è riservato esclusivamente agli investitori professionali. Per accedere alle negoziazioni è necessario adempiere e rispettare il regolamento del mercato ExtraMOT emanato dalla Borsa Italiana, portando a compimento alcuni adempimenti e monitorando il rispetto di essi anche successivamente alla negoziazione.

Prima dell'ammissione degli strumenti è necessario rispettare alcuni indispensabili *step*¹³⁶:

- Redazione del Prospetto¹³⁷ o Documento di Ammissione¹³⁸: la società emittente deve redigere un prospetto conforme alle disposizioni e allegati applicabili del Regolamento CE n. 809/2004¹³⁹ o, in alternativa, un documento di ammissione¹⁴⁰ alla negoziazione che segue le linee guida del Regolamento ExtraMOT, stabilite da Borsa Italiana, oppure un

¹³⁶ R. CALUGI, G. PAGLIETTI, *Minibond istruzioni per l'uso*, Camera di Commercio, Milano 2016.

¹³⁷ Il prospetto redatto secondo gli schemi del Regolamento europeo "Prospetto" n.809/2004 conformemente agli Allegati VII, VIII, IX e XIII è un documento generalmente scelto dalle società medio-grandi che effettuano emissioni pubbliche di bond per importi che partono dai 200 milioni di euro circa.

¹³⁸ Il documento è redatto dall'emittente secondo le linee guida previste dal Regolamento ExtraMOT e rappresenta lo strumento prescelto dalle società di più piccole dimensioni o con emissioni massime per un totale di 30 milioni di euro.

¹³⁹ Il Regolamento della Commissione descrive le modalità di esecuzione della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda: le informazioni contenute nei prospetti, il modello dei prospetti, l'inclusione delle informazioni mediante riferimento, la pubblicazione dei prospetti e la diffusione di messaggi pubblicitari.

¹⁴⁰ Descritti nel paragrafo precedente. Nel caso in cui si voglia utilizzare il documento di ammissione, l'emittente dovrà indicare almeno le informazioni minime specificate nelle linee guida del Regolamento ExtraMOT, ovvero:

- persone con ruoli di responsabilità in azienda (Sezione 1 dell'Allegato IX);
- fattori di rischio (Sezione 3 dell'Allegato IX);
- informazioni sull'emittente (limitatamente alla Sezione 4.1 dell'Allegato IX Storia ed evoluzione dell'emittente);
- struttura organizzativa (Sezione 6 dell'Allegato IX);
- principali azionisti (Sezione 10 dell'Allegato IX);
- informazioni finanziarie riguardanti le attività e passività, la situazione finanziaria;
- profitti e perdite dell'emittente (Sezione 11 dell'Allegato IX) in alternativa è allegato al documento di ammissione: l'ultimo bilancio;
- le informazioni riguardanti gli strumenti finanziari (Sezione 4 dell'Allegato XIII);
- l'ammissione alla negoziazione e modalità di negoziazione (Sezione 5 dell'Allegato XIII).

memorandum d'offerta come dispone l'art. 102 del TUF. La procedura stabilisce che vadano inviati a Borsa Italiana in forma elettronica affinché ne venga attestata e verificata la validità, imprimendo un'accelerazione al procedimento di negoziazione, insieme a domanda di ammissione e un file Excel riepilogativo delle caratteristiche dei titoli.

- Codice ISIN¹⁴¹ : è obbligo dell'emittente richiedere alla Banca d'Italia l'assegnazione di un codice ISIN tramite la nuova procedura di assegnazione codice caratterizzata da due fasi distinte:
1) Compilazione e invio del modulo di richiesta di adesione al servizio di codifica degli strumenti finanziari disponibile sul sito web di Banca d'Italia¹⁴².
2) Ottenuto l'accesso, dopo circa 48 ore dalla richiesta, la società potrà richiedere l'attribuzione del codice ISIN¹⁴³.

Per richiedere il codice ISIN vanno allegati nel messaggio di richiesta il regolamento del prestito, il verbale relativo alla delibera e in caso di titoli di debito una dichiarazione nella quale, ai sensi dell'art. 2483 c.c., si accetta il ruolo di sottoscrittori come investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. Al momento della compilazione del messaggio "Richiesta ISIN" la documentazione viene considerata "provvisoria". La documentazione allegata dovrà poi essere ritrasmessa in formato "definitivo" quando disponibile. Ai fini della richiesta di attribuzione del codice ISIN, ciascuna società potrà valutare se delegare tale attività ad un referente, che (come confermato da Banca d'Italia) può essere anche esterno all'Emittente stessa.

- Bilanci: l'emittente è tenuto a pubblicare i propri bilanci (anche consolidati, ove disponibili) relativi agli ultimi due esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo sottoposto a revisione legale da parte di un soggetto terzo.

¹⁴¹ Il codice ISIN è l'acronimo di *International Securities Identification Number*, questo identifica i valori mobiliari a livello internazionale. È utilizzato per identificare le azioni, obbligazioni, warrant, ETF e, per comodità, sebbene non siano titoli, anche gli indici azionari.

¹⁴² L'indirizzo dove è possibile trovare e compilare la richiesta è <https://www.bancaditalia.it/statistiche/servizi/isinanagrafe-titoli/isin/richiesta.pdf> e questa deve essere in seguito inviata e sottoscritta con firma digitale all'indirizzo di Posta Elettronica Certificata res@pec.bancaditalia.it

¹⁴³ Per richiedere il codice è necessario inviare il Messaggio "Richiesta ISIN", avvalendosi dell'applicazione on line (FEAT) e seguendo le istruzioni pubblicate da Banca d'Italia sul proprio sito web.

- Richiesta di ammissione: redatta dalla società emittente la domanda di ammissione alla negoziazione sul mercato relativo, sulla base del modello fornito da Borsa Italiana deve essere sottoscritta dal legale rappresentante l'emittente. In allegato vanno presentati anche: una scheda riepilogativa delle caratteristiche dei mini-bond secondo lo schema ed il formato definiti da Borsa Italiana in base alle caratteristiche dello strumento. il prospetto o il documento di ammissione (a seconda del quale si è scelto) ovvero l'indicazione dove è possibile reperire l'uno o l'altro. Inoltre anche le condizioni dell'emissione nel caso in cui non siano incluse nel prospetto o nel documento di ammissione.
- Ulteriore documentazione richiesta da Borsa Italiana: un contratto sottoscritto dalla società con uno SDIR¹⁴⁴ ai fini degli obblighi di informativa dell'emittente salvo il caso in cui l'azienda decida di pubblicare l'informativa prevista dal Regolamento ExtraMOT sul proprio sito Internet.
- Pubblicazione del Prospetto o Documento di Ammissione: l'emittente dovrà quindi pubblicare il prospetto o il documento di ammissione, almeno 3 giorni prima della data prevista per l'ammissione alla negoziazione.
- Accentramento presso Monte Titoli¹⁴⁵: Borsa Italiana verificherà la sussistenza delle condizioni richieste ai fini dell'ammissione alle negoziazioni e dell'avvenuto accentramento dei mini-bond presso Monte Titoli. Ai fini dell'immissione dei mini-bond nella gestione accentrata presso Monte Titoli, è necessario che l'emittente adempia ad ulteriori esigenze normative che consistono nel provvedere all'apertura di un "conto emittente" presso Monte Titoli, nel caso in cui non ne possieda già

¹⁴⁴ I SDIR sono acronimo di Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate e per operare sono autorizzati dalla Consob per diffondere le informazioni regolamentate di cui agli articoli 65 e seguenti del Regolamento Consob n. 11971/1999.

¹⁴⁵ Monte Titoli è il Deposito Centrale Titoli italiano, la sua funzione è quella del regolamento dei titoli. Poiché dal 1986 esso è diventato il depositario unico di tutti i titoli italiani, compresi quelli del debito pubblico è stata agevolata la dematerializzazione dei titoli, per mezzo della quale gli strumenti finanziari possono essere registrati anche solo su supporto informatico.

uno ed in secondo luogo inviare la richiesta di ammissione alla gestione accentrata a Monte Titoli.

- Avviso di negoziazione: Borsa Italiana, entro 7 giorni di mercato aperto dalla data di ricezione della richiesta di ammissione alla negoziazione, pubblicherà l'avviso di avvenuta ammissione dei mini-bond alla negoziazione sul Segmento ExtraMOT PRO e questi potranno essere scambiati dal secondo giorno di mercato aperto successivo alla data di pubblicazione di detto avviso.

3.3.3. Gli obblighi informativi

Anche a procedura terminata e negoziazione iniziata, rimangono degli adempimenti per la società emittente che vanno sempre rispettati ¹⁴⁶:

- Dovrà pubblicare il bilancio annuale sottoposto a revisione legale, senza indugio e in ogni caso non più tardi di sei mesi dalla conclusione dell'anno finanziario a cui è riferito.
- Ogni informazione relativa all'emittente che possa avere un impatto sul prezzo dei mini-bond ammessi alla negoziazione, le cosiddette informazioni *price sensitive*¹⁴⁷.
- Ogni modifica nelle caratteristiche dell'emissione nonché nelle modalità di esercizio dei diritti dei titolari dei mini-bond.
- L'informativa tecnica relativa ai mini-bond, come il procedimento per il calcolo degli interessi e la predisposizione del piano d'ammortamento, nonché l'eventuale rimborso anticipato dei titoli (in quest'ultimo caso la notizia deve essere pubblicata da Borsa almeno quattro giorni prima dell'evento, cioè il rimborso anticipato). E nel caso in cui la singola emissione sia stata oggetto di rating pubblico, questo ed ogni successiva variazione dovranno essere resi noti al mercato (fase di monitoraggio).

¹⁴⁶ R. CALUGI, G. PAGLIETTI, *Minibond istruzioni per l'uso*, pag.76 Camera di Commercio, Milano 2016.

¹⁴⁷ Ai sensi dell'art. 114 del D.Lgs. 58/1998 (Testo Unico della Finanza), i fatti che accadono nella sfera di attività degli emittenti quotati, non di pubblico dominio, debbono essere resi pubblici se idonei a influenzare sensibilmente il prezzo degli strumenti finanziari. In sede di emanazione del Testo Unico della Finanza, il legislatore delegato, in considerazione dell'impossibilità di tipizzare tutti i possibili eventi *price-sensitive*, ha imposto un obbligo informativo di carattere generale rimettendo agli emittenti di valutare caso per caso l'idoneità del fatto ad influenzare sensibilmente il prezzo.

Gli obblighi informativi imposti nei confronti degli emittenti sono necessari a garantire e tutelare il mercato e il cliente nei casi in cui , eventuali vicende o informazioni possano essere oggetto di conoscenza di pochi soggetti concedendo la possibilità di operazioni speculative a danno degli investitori.

3.3.4. La tempistica della quotazione sul mercato ExtraMOT PRO

Sul segmento ExtraMOT PRO viene concessa la possibilità alle PMI di quotare obbligazioni, cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e *project bond*. Il nuovo quadro normativo previsto dal Decreto Sviluppo concede alle imprese di più ridotte dimensioni, che rappresentano la maggioranza del nostro tessuto economico, la possibilità di diversificare le fonti di finanziamento e garantire un'alternativa alle linee di credito bancario. Il nuovo segmento è stato creato con l'intenzione di agevolare l'accesso rendendo i requisiti normativi e informativi meno stringenti, ma per le criticità tipiche degli investimenti obbligazionari è stato introdotto l'obbligo di poter accettare solo ordini provenienti da investitori professionali, come regola generale di condotta degli operatori. A differenza di altri mercati di borsa la presenza di un operatore specialista , che garantisca la liquidità dello strumento e la presenza costante di offerte in acquisto e vendita, è solo facoltativa. Relativamente all'emissione, l'emittente potrebbe valutare l'emissione di una tranche *junior* e successivamente una *mezzanine*, a seconda del numero di investitori che hanno espresso interesse e soprattutto anche in base a quelle che sono le esigenze finanziarie dell'azienda e la capacità di restituire il capitale a scadenza.

Sul segmento ExtraMOT PRO possono essere negoziati gli strumenti finanziari emessi da società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative, mutue assicuratrici o enti, inclusi gli enti locali o società da questi controllate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile. In particolare, le categorie di strumenti ammessi sono:

- Cambiali finanziarie.
- Obbligazioni corporate.

- Obbligazioni e altri titoli di debito emessi ai sensi del D.L. 163/2006 e del D.L. n. 83/2012 come convertito dalla L. 134/2012 (c.d. *Project Bonds*).
- Strumenti del mercato monetario così come definiti all'articolo 1, comma 1-ter del TUF, quali ad esempio i certificati di deposito.

In generale i vantaggi derivanti dalla quotazione su ExtraMOT PRO possono essere riassunti in:

- Economicità: possibilità di usufruire dei benefici fiscali riferibili ad una riduzione dei costi diretti e bassi costi di *compliance*.
- Flessibilità: i Decreto Sviluppo e il Decreto Destinazione Italia garantiscono un numero di *step* burocratici inferiori rispetto al passato.
- Visibilità: la quotazione dà la possibilità di mostrare le capacità di crescita nonché i progetti di sviluppo in atto di implementazione ad investitori nazionali ed esteri.
- Efficienza: una collocazione sui mercati consente di ottenere un valore aziendale complementare oltre a quello riscontrabile dai documenti contabili, e soprattutto sarà espressione efficiente delle informazioni disponibili pubblicamente riguardanti l'impresa.

Come detto precedentemente la domanda di ammissione va mandata in formato cartaceo ma può essere anche inviata in formato elettronico insieme ad un file Excel dove vengono riepilogate tutte le caratteristiche dei titoli in emissione. Borsa Italiana comunicherà il rigetto o l'accoglimento della domanda entro sette giorni di mercato aperto calcolati dalla data di conferma della ricezione della documentazione; è fatta salva l'eventualità di richiedere l'interruzione della procedura qualora emergessero esigenze informative particolari che rendessero necessarie nuove raccolte di dati o documentazioni.

In caso non ci siano problemi evidenti nella formulazione della domanda di ammissione a quotazione, a Borsa Italiana spettano gli aspetti formali di comunicazione, con apposito avviso:

- Della data di inizio delle negoziazioni sul mercato e delle informazioni funzionali alle negoziazioni.

- Di specifica delle modalità di negoziazione con le quali sono accessibili al pubblico dei potenziali investitori.
- Le informazioni richieste dal Regolamento del mercato e quelle ulteriori pubblicate dall'emittente.

Non c'è una scadenza particolare entro la quale l'emittente possa chiedere la quotazione sul mercato ma la società può farlo in qualsiasi momento, a partire dalla data di emissione stessa in poi. I titoli, che non hanno un limite di tipo normativo, vengono emessi e quotati in un ammontare totale corrispondente a quello effettivamente distribuito nel periodo, ovvero nei periodi, previsti per l'offerta.

3.3.5. Il costo dell'emissione dei mini-bond

Relativamente ad un'emissione di mini-bond è importante tenere in considerazione che è un'operazione di finanziamento che richiede maggiore tempo e maggiori costi rispetto al ricorso al canale bancario. Analizzando le voci di costo singolarmente avremo:

- Il tasso di interesse pagato agli investitori: la cedola può essere fissa o variabile; il valore del tasso dipende dalla rischiosità dell'emittente (o del titolo) espressa dal rating, dalla tipologia di titolo e dalla presenza di garanzie; al valore che si ottiene va applicato uno *spread* sul tasso di interesse per obbligazioni societarie con rating simile e un differenziale sui finanziamenti bancari a medio e lungo termine. Sommarariamente potremmo quantificare il costo come *l'Euribor* a 3 mesi al quale si aggiunge uno *spread* che si colloca entro una forbice variabile tra i 500 e gli 850 punti base, a seconda del merito creditizio dell'azienda.
- Le spese legali: spese dovute che vanno dalla redazione del verbale che ammette l'emissione e/o la quotazione del mini-bond alle spese relative alla domanda di ammissione alla negoziazione sul segmento ExtraMOT Pro di Borsa Italiana, le spese di *due diligence* legale, le spese dello studio legale che opera in veste di consulente.

- La società di revisione: la quale è necessaria per la revisione del bilancio annuale. È possibile, inoltre, che venga richiesta la specifica revisione di una o alcune poste di bilancio, la cosiddetta *limited review*.
- La predisposizione e la verifica di un *business plan*, con l'ausilio dell'*Advisor*.
- Il rating emesso da una agenzia riconosciuta e il suo annuale aggiornamento.
- Le *listing fee* per la quotazione all'ExtraMOT Pro. Sono previsti un corrispettivo unico di € 500,00 per strumento finanziario se già quotato su altro mercato o € 2.500,00 come corrispettivo unico di quotazione per strumento finanziario ma nessuna commissione durante la vita dello strumento (nessuna *fee* annuale).

È molto complesso giungere ad una valutazione univoca dei costi totali di un'operazione del genere a causa delle notevoli e molteplici variabili in gioco. Sicuramente una delle principali voci di costo è rappresentata dalle spese legali, che riguardano le spese per l'eventuale modifica dello statuto (nel caso l'emittente sia una S.r.l.), la redazione o la revisione dei verbali che deliberano la possibilità di emissione o di quotazione del titolo, la stesura del regolamento del prestito obbligazionario, la redazione dei documenti richiesti da Borsa Italiana per l'ammissione alle negoziazioni sul segmento professionale ExtraMOT PRO, ad esempio. Secondo alcune stime un'emissione di mini-bond costa mediamente lo 0,60% del valore nominale ogni anno, oltre al pagamento degli interessi previsti dal contratto. In sostanza il costo del denaro per la società emittente si collocherà mediamente tra il 7% e l'8%, giustificabile tenendo in considerazione l'alto rischio d'illiquidità che soffre l'investitore detenendo tale attività in portafoglio e che merita di essere remunerato.

È normale pensare che i costi di un'operazione del genere siano troppo elevati per una PMI ma sono del tutto idonei ad un'emissione di un titolo obbligazionario e oltretutto va considerato che il costo totale può essere compensato sia dagli incentivi fiscali previsti per questo tipo di operazioni, vale a

dire la deducibilità dei costi dell'emissione nello stesso esercizio in cui sono sostenuti, la deducibilità degli interessi passivi e l'esenzione dalla ritenuta sugli interessi ed altri proventi, sia da tutti gli altri vantaggi di cui beneficia l'emittente in seguito alla quotazione.

3.3.6. Il mercato ExtraMOT PRO: un'analisi quantitativa

La situazione del segmento ExtraMOT PRO dedicato alle PMI , a partire dall'anno di lancio, sta finalmente raccogliendo buona parte dei frutti sperati. Come è possibile osservare dai risultati espressi ed analizzati dall'Osservatorio sui Mini-bond, le emissioni non hanno fatto che crescere negli anni arrivando ad oggi a quasi 8 miliardi di euro di emissioni totali. Sicuramente la possibilità di collocare prestiti obbligazionari di piccole dimensioni ma capaci di garantire un rendimento ben al di sopra della media offerta da altre tipologie di investimento presenti sul mercato, ha attratto in maniera forte gli investitori e allo stesso tempo ha consentito alle PMI italiane di sfuggire alla stretta creditizia operata dalle banche: i requisiti sempre più stringenti imposti da Basilea III , uniti ad una ormai cronica sottocapitalizzazione del sistema bancario, sta spingendo gli istituti di credito a ridurre fortemente la concessione di credito a lungo periodo preferendo ad essi un numero sempre maggiore di impieghi a breve termine come nuove linee di credito. Tutto ciò sta agevolando il mercato dei mini-bond , il quale, pur continuando ad avere numeri esigui se confrontato con il mercato creditizio generale (800 miliardi nel totale) e con il mercato dei prestiti obbligazionari britannico (89 miliardi), è l'unico mercato in crescita e che mantiene il suo trend positivo. Analizzando le caratteristiche di queste emissioni si osserva che la maggior parte (1.5 miliardi) viene effettuata da imprese di piccole e medie dimensioni con un fatturato compreso tra i 20 e 120 milioni di euro l'anno e che operano principalmente nel settore manifatturiero e dei servizi. Uno studio effettuato da Epic¹⁴⁸ dimostra che le aziende che raccolgono le

¹⁴⁸ Epic è una Società di Intermediazione Mobiliare (SIM), autorizzata ai servizi di ricezione / trasmissione ordini e di collocamento, regolata da Consob e Banca d'Italia, iscritta al n. 287 dell'albo SIM a seguito di delibera n. 18733 del 18.12.2013, aderente al Fondo Nazionale di Garanzia.

percentuali di sottoscrizioni più alte e che quindi hanno maggiore successo tra il pubblico degli investitori sono quelle che presentano:

- Rapporto PFN / EBITDA inferiore a 2 (se l'EBITDA è fra 2 e 3 milioni) o inferiore a 4 (se l'EBITDA è superiore a 3 milioni di Euro).
- EBITDA pari o superiore a 2 milioni di Euro.
- Ultimo bilancio certificato (o impegno a certificarlo prima della conclusione dell'operazione richiesta).
- Disponibilità a richiedere giudizio di rating da agenzia ESMA (per operazioni superiori ai 10 milioni di Euro).
- Assenza di tensioni nei rapporti bancari per gli ultimi 12 mesi,
- Uso dei proventi preferibilmente per sviluppo (crescita organica o tramite acquisizioni), in minor parte per sostituzione linee a breve, finanziamento del circolante.

Per operazioni di tipo *equity* avviene invece una valutazione caso per caso su :

- Dimensione e settore della società.
- Indicatori economici.
- Prospettive di crescita organica ed esterna.
- Struttura dell'operazione proposta e uso dei proventi.
- Operatività internazionale.
- Struttura e aspettative della compagine azionaria (es. ingresso nuovi investitori in minoranza o maggioranza, ricambio generazionale).
- EBITDA minimo di 2 milioni di Euro.

Un approfondimento sullo stato attuale del mercato ci permette di osservare che al terzo trimestre 2016 sono 20 le emissioni di mini-bond, di cui 10 ricadono nel segmento *Power & Utilities* e 3 nel *Financial Services*. Inoltre sono da rilevare le 5 emissioni del consorzio Viveracqua, che raggruppa i gestori veneti del servizio idrico integrato del Veneto, emessi da altrettanti aderenti al consorzio per un totale di 77 milioni di Euro. Anche la moda scende in campo con United Brands Company Spa che quota all'ExtraMOT PRO di Borsa un mini-bond *short term*

da 500 mila Euro. Mentre Giglio Group, network televisivo e multimediale globale, quotato all'Aim Italia, ha invece quotato 3,5 milioni di Euro con cedola 5,4%. Dati, questi, che confermano il trend del 2015, ossia¹⁴⁹:

- Riduzione del tasso di interesse (ormai stabilmente sotto il 6%).
- Riduzione del taglio medio (inferiore a € 10M).
- Riduzione della *maturity* media (mediamente in un intorno di 5 anni).
- Continua il trend che vede aumentare le emissioni di taglio inferiore a € 50M: ben 18 su 20 emissioni al terzo trimestre appartengono a questa fascia. si è osservato un consolidamento del taglio medio, che resta mediamente inferiore a €10 M.
- In riduzione il tasso di interesse.
- Incremento dei settori *Power & Utilities* .
- Permane una spiccata concentrazione delle emissioni nelle regioni del Nord Italia.


Dando un'analisi ancora più approfondita sulle caratteristiche tecniche delle emissioni aggiornate al 30 settembre 2016 abbiamo :

- Raggiunto il numero di 197 emissioni sul mercato ExtraMOT Pro per un controvalore superiore a €7,6 Mld .
- In riferimento alle emissioni di taglio inferiore a €50M in questo terzo trimestre si è osservato un aumento del numero e un netto aumento dei volumi rispetto al trimestre precedente.
- Incremento del settore *Power & Utilities* per effetto dell'emissione di TS Energy Italy S.p.A. con un controvalore pari a €40 M e Consorzio Viveracqua per 77 milioni.
- Cresce il numero di emissioni da parte di società che avevano già fatto ricorso allo strumento mini-bond.
- Un tasso di interesse in calo, a conferma del trend del 2015, che si attesta sul 5.39%.

¹⁴⁹ Barometro Minibond Market Trends: 16 nuove emissioni quotate nel primo trimestre 2016. Epic

- Una *maturity* delle operazioni in discesa (5.7 anni) rispetto ai primi anni, dove si manteneva stabile sui 6,7 anni.

Figura 7 - Analisi grafica mercato Mini-bond 30 settembre 2016

AI 30.09.2016		
	Emissioni (n°)	Ammontare (€ M)
Totale Mercato	197	7.683
di cui: €150 – 500 M	18	5.275
di cui: €50 – 150 M	10	935
di cui: €0 – 50 M	169	1.473
		
Fatturato medio (€ M)	96,8	
Taglio medio (€ M)	8,7	
Cedola media (%)	5,39%	
Maturity media (Y)	5,7	

Fonte : Analisi grafica Epic su dati Osservatorio Mini-bond 30 Settembre 2016.

L'identikit aggiornato del mini-bond sotto € 50M è il seguente:

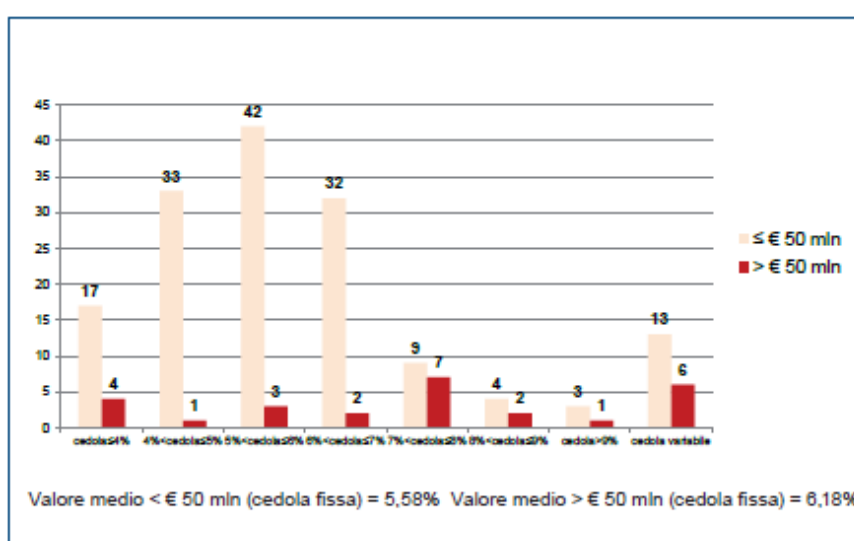
Tabella 6 - Analisi grafica mercato Mini-bond inferiori ai 50 milioni di euro

Identikit del minibond ≤ 50 Milioni di Euro	
Taglio medio	€8,7 M
Scadenza media	5,7 Anni
Struttura rimborso	44% Bullet / 56% Amortizing
Tasso medio d'interesse	5,39% annuo
Garanzie / Rating	22% / 21% dei casi
Fatturato medio emittente	€96,8 M

Fonte : Analisi grafica Epic su dati Osservatorio Mini-bond 30 Settembre 2016

- Il controvalore totale di operazioni di taglio inferiore a 50 milioni di euro corrisponde al 19,2% del totale emesso con tagli che vanno da 50 a 150.
- Corrisponde al 12,2% del totale emesso
- L'emissione di taglio medio si mantiene su livelli bassi (8,7 milioni).
- Una percentuale in relazione alla tipologia di mini-bond vede un 44% delle emissioni di tipo *bullet* mentre le restanti sono di tipo *amortizing*.

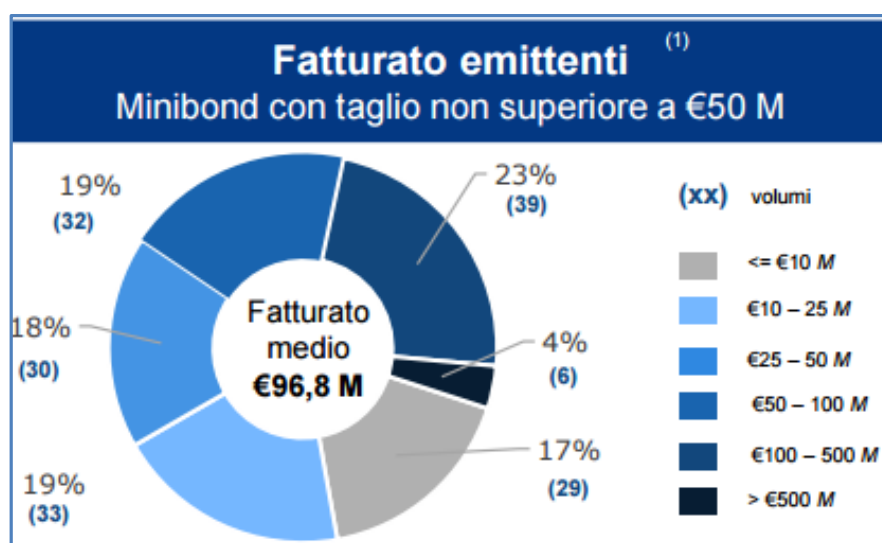
Grafico 14 - Distribuzione della cedola con distinzione tra mini-bond con emissione sopra e sotto i 50 milioni di euro



Fonte : Analisi grafica Epic su dati Osservatorio Mini-bond 30 Settembre 2016

Un' analisi accurata del fatturato delle imprese emittenti mini-bond di taglio inferiore ai 50 milioni di euro ci permettere di concludere che (Grafico 15):

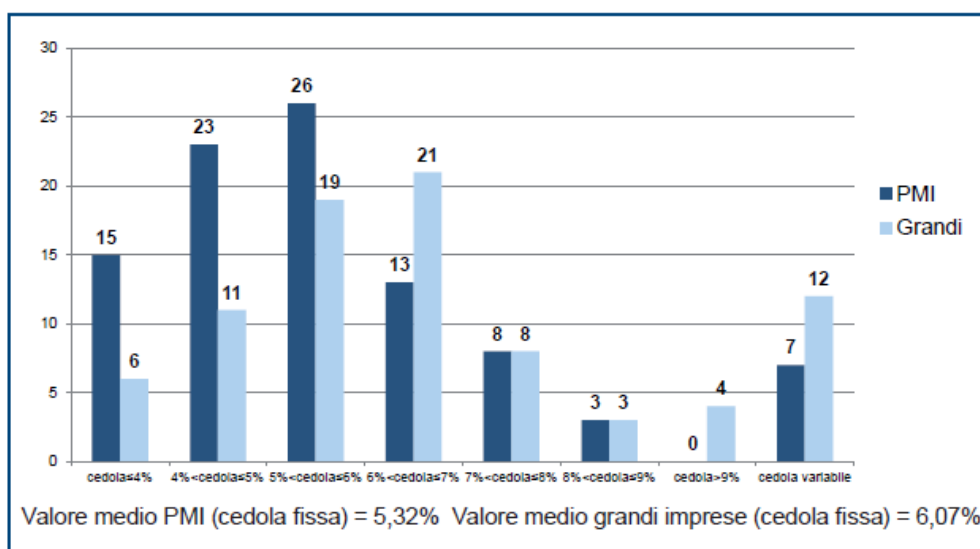
Grafico 15 - Analisi grafica mercato Mini-bond fatturato imprese emissioni inferiori ai 50 milioni di euro



Fonte : Analisi grafica Epic su dati Osservatorio Mini-bond 30 Settembre 2016

La maggior parte delle imprese, bel il 23% del totale, ha comunque un fatturato superiore ai 100 milioni di euro e la maggior parte, con valori che vanno dal 18% al 19% del totale (ossia in valori assoluti 30 – 33 aziende), si presentano sul mercato obbligazionario con fatturati compresi tra i 10 e i 5 milioni di euro. Ciò evidenzia la disponibilità sempre maggiore delle piccole e medie imprese italiane a favorire strumenti alternativi di finanziamento al canale creditizio bancario.

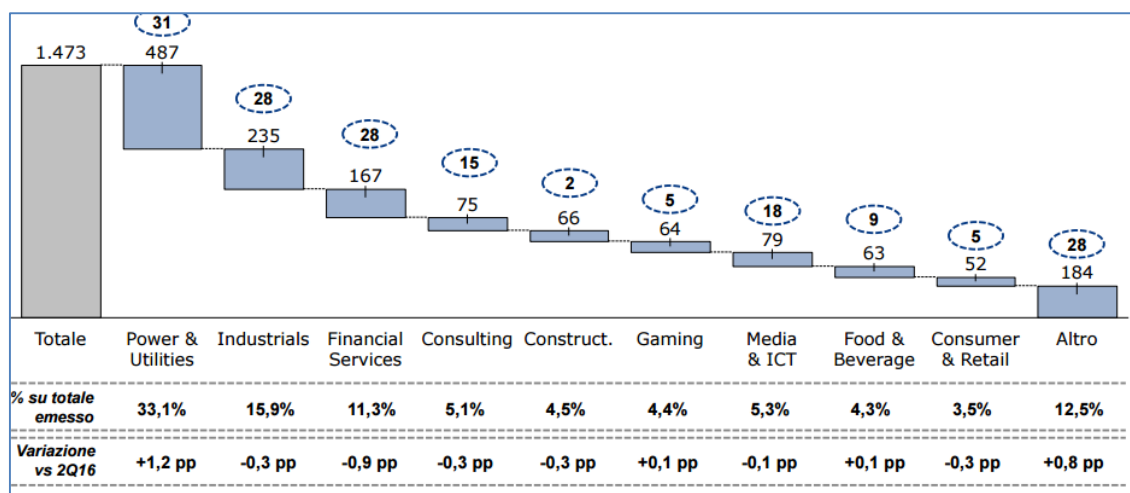
Grafico 16 - Analisi grafica mercato Mini-bond cedola



Fonte : Analisi grafica Epic su dati Osservatorio Mini-bond 30 Settembre 2016

Interessante è anche osservare che il valore della cedola pagata dai mini-bond mediamente si attesta al 5.39% , ma approfondendo è possibile anche notare che nella scomposizione tra PMI e grandi aziende , le prime pagano una cedola di gran lunga più bassa rispetto a quella pagata dalle grandi imprese: un elemento questo che sicuro agisce da fattore incentivante al ricorso all'emissione di mini-bond come forma di finanziamento alternativa, ma non esclusiva, al canale bancario.

Grafico 17 - Analisi grafica mercato Mini-bond breakdown per settore industriale



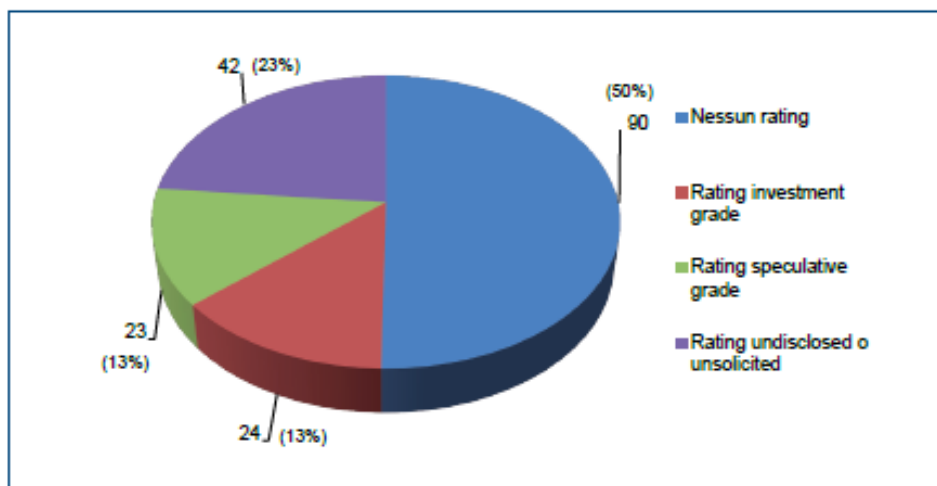
Fonte : Analisi grafica Epic su dati Osservatorio Mini-bond 30 Settembre 2016

Meritevole di analisi è anche la scomposizione delle aziende emittenti in base al loro settore di appartenenza :

- A crescere sono soprattutto, come visto in precedenza, le PMI del settore *Power & Utilities* insieme a quelle del *Food & Beverage* e del *Gaming*.
- Il calo maggiore in termini percentuali è delle imprese del settore *Financial Services* (-0.9%) e quelli impiegate nel settore *Construction* (-0.3%).

Continuiamo la nostra analisi sui mini-bond emessi fino al primo semestre 2016, concentrandoci sulla presenza di rating a supporto dell'emissione: la Grafico 18 evidenzia come ben il 50% delle emissioni non ne sia stato accompagnato. Il restante 50% permette di notare che il rating assegnato a ben 42 emissioni sia di tipo *unsolicited* o *unsolicited*, che quindi vengono costruiti sulle informazioni pubbliche disponibili e racchiudono un potere informativo inferiore rispetto a quelle richieste dalle aziende stesse. Invece le restanti 47 emissioni si suddividono in rating di grado *speculative* per 23 emissioni, quindi un rating di classe medio bassa, e ben 24 emissioni (il 13% del totale) sia *investment grade*.

Grafico 18 - Presenza del rating sui mini-bond

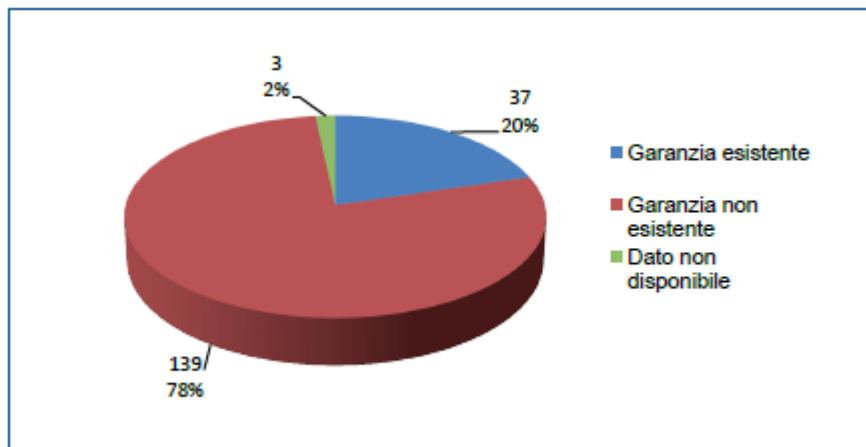


Fonte : Analisi grafica Epic su dati Osservatorio Mini-bond 30 Settembre 2016

La presenza di garanzie a sostegno del rimborso delle operazioni di emissione si riscontra solamente nel 20% dei casi, un valore assoluto di 37 emissioni. In generale la garanzia compare più frequentemente per le grandi emissioni e per le scadenze di lungo termine.

Probabilmente le PMI trovano eccessivamente gravoso costituire una garanzia a servizio degli investitori, e potrebbero anche non disporre di adeguate competenze in tema. Allo stesso tempo le imprese di grandi dimensioni spesso già quotate dispongono le conoscenze o le risorse minime per potersi dotare di una garanzia. Delle 78 emissioni collocate nel 2015, 11 (ovvero il 14,1%) prevedevano una forma di garanzia sottostante registrando una diminuzione rispetto al 2014.

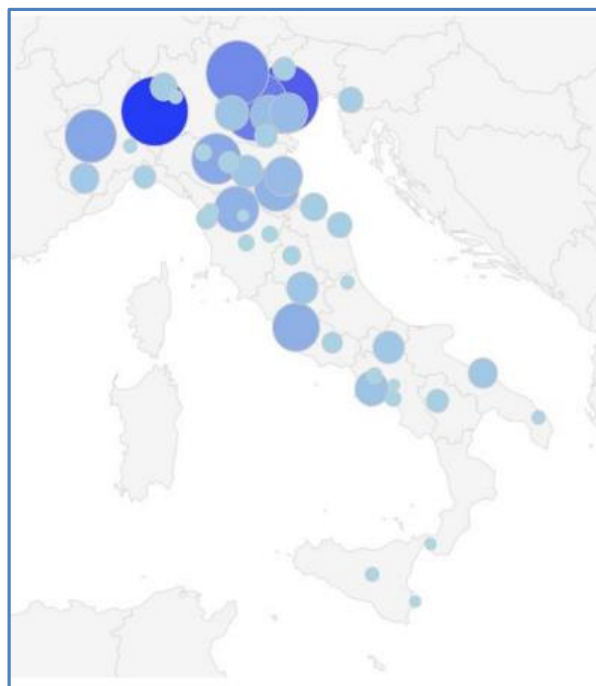
Grafico 19 - Presenza di garanzie relative al rimborso



Fonte : Analisi grafica Epic su dati Osservatorio Mini-bond 30 Settembre 2016

Un ultima analisi grafica è quella riferibile alla provenienza territoriale delle imprese emittenti, la quale rispecchia anche l'andamento economico italiano generale, con il Sud e le Isole a fare da fanalino di coda.

Grafico 20 - Analisi grafica mercato Mini-bond breakdown per settore industriale



Fonte : Analisi grafica Epic su dati Osservatorio Mini-bond 30 Settembre 2016

Infatti Circa l' 80% delle emissioni si concentra in:

- Veneto: €420 M pari al 28,4% del totale emesso.
- Lombardia: €335 M pari al 22,6% del totale emesso.
- Emilia Romagna: €192 M pari al 13% del totale emesso.
- Trentino Alto Adige: €107 M pari al 7,3% del totale emesso.
- Piemonte: €91 M pari al 6,2% del totale emesso.
- Toscana: €76 M pari al 5,1% del totale emesso.

In conclusione è doverosa affermare che il mini-bond sta crescendo come risorsa di finanziamento alternativo ,e il fatto che sia uno dei pochi mercati con trend in crescita e stabile dà supporto affinché rimanga tale anche nei prossimi anni. La possibilità che il mini-bond come strumento di finanziamento possa raggiungere livelli simili a quelli raggiunti dai mercati europei concorrenti rimangono ancora molto basse, a causa di una cultura dell'investimento italiano ancora scarsa e poco aperta al mercato , e d'altra parte rimane ancora alta la percentuale di PMI che non hanno conoscenza di questi strumenti o considerano preferibile il ricorso al canale bancario. Uno spunto al miglioramento e alla crescita del numero di emissioni e di sottoscrizioni potrebbe derivare da un aumento delle garanzie costituite in capo agli *asset* aziendali, che mitigando la rischiosità percepita dell'investimento, potrebbero rendere questi strumenti più appetibili e accessibili agli investitori.

CAPITOLO 4

AIM ITALIA - MERCATO ALTERNATIVO DEL CAPITALE

4.1. I mercati finanziari per le PMI

4.1.1. Aspetti introduttivi

Oltre alla possibilità di ricorrere all'emissione di strumenti obbligazionari come i mini-bond, in Italia le PMI ad alto potenziale di crescita possono scegliere come forma di finanziamento alternativo l'attuazione di processi di quotazione in mercati istituzionali creati ad hoc. Sicuramente la quotazione su mercati azionari facilita ed accelera il processo di disintermediazione bancaria garantendo al contempo la diversificazione finanziaria della quale necessita il comparto aziendale italiano. Ma la quotazione può anche essere analizzata sotto un'ottica complementare a quella di una ricerca di nuove fonti di finanziamento, conformandosi come *exit strategy* dei *venture capitalist* o *business angels* che hanno creduto nel modello di business dell'impresa nei suoi *early stages* e, avendone accompagnato la crescita dimensionale, decidono di realizzare il proprio investimento vendendo le loro quote sul mercato borsistico di riferimento. Favorire il collocamento delle PMI sui mercati borsistici ad esse destinate per garantire la necessaria provvista di fonti di finanziamento è sicuramente un progetto di lungo periodo.

Mentre nei primi anni 2000 le imprese preferivano in modo assoluto il canale bancario alla quotazione in borsa, a causa di una scarsa cultura finanziaria e un costo del processo di quotazione sul mercato "ristretto" ancora proibitivo, a partire dal 2007 si è notata una certa inversione di tendenza. Sempre più, grazie alle riforme mosse in ambito europeo e alle approvazioni dei regolamenti Basilea, le imprese hanno avvertito l'esigenza di reperire risorse finanziarie, manageriali e altre intangibili, funzionali al proprio processo di sviluppo, da altri canali.

Tra i vantaggi asseribili alla scelta di quotarsi possiamo elencare:

- Maggiore facilità nel finanziare nuovi progetti.

- Sostenere finanziariamente la crescita dei volumi di attività.
- Rafforzare la struttura finanziaria .
- Creazione di valore Crescita per linee esterne (nella maggior parte dei casi le imprese nel post quotazione presentano fatturati medi in crescita).
- Sostenere finanziariamente eventuali acquisizioni anche per mezzo dell'emissione di nuove azioni.
- Rafforzamento dell'organizzazione aziendale (migliorare e incrementare la posizione di leadership sul proprio mercato di riferimento, perseguire gli obiettivi strategici, puntare alla creazione di valore per gli azionisti, un livello adeguato di redditività prospettica).
- Maggiore strutturazione delle procedure interne e dell'assetto organizzativo.
- Miglioramento dell'immagine aziendale post-quotazione e dello standing creditizio.
- Rafforzamento del Brand.
- Possibilità di monetizzazione dell'investimento per gli azionisti.
- Politica di dividendi e di retribuzione del management mediante *stock options*.

Allo stesso tempo quotarsi presenta ovviamente anche dei limiti a seconda del processo di cambiamento che viene messo in atto al momento della quotazione¹⁵⁰:

- Eventuale perdita di controllo.
- Esigenza di una chiara separazione tra patrimonio personale e aziendale.
- Impegni e responsabilità degli azionisti e della società nei confronti del mercato.
- Necessità di obblighi informativi continui e rilevanti.
- Costi iniziali di accesso al mercato elevati.

¹⁵⁰ F. PERRAGINA , *La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese* , Sole24 Ore, Milano, Giugno 2007.

- Necessità di organizzare una struttura o potenziarla nel caso sia esistente, con l'obiettivo di fornire informazioni economico-finanziarie al mercato.

Tutti questi svantaggi sono minimizzabili con un approccio graduale alla quotazione che deve interessare sia l'aspetto strutturale-organizzativo dell'impresa sia l'aspetto "culturale" della stessa.

4.2. Mercato Alternativo del Capitale (MAC)

Per quanto riguarda la scelta del mercato in cui quotarsi è necessario effettuare lunghe valutazioni, soprattutto in relazione alle caratteristiche dimensionali dell'impresa e le sue necessità in termini di risorse da reperire. Per quanto riguarda le PMI, Borsa Italiana, ossia la società di gestione e regolamentazione del mercato, ha costituito vari mercati borsistici negli anni che miravano alla soddisfazione delle richieste effettuate dagli imprenditori italiani, ricercando minore complessità e costi del processo di quotazione accompagnato da una riduzione degli adempimenti previsti rispetto ai mercati principali. Il primo di questi, che a sua volta ha sostituito il mercato "ristretto" è stato il Mercato Expandi.

Il mercato Expandi era destinato alle imprese di piccole e medie dimensioni operanti in settori tradizionali che presentavano dati economico-finanziari positivi, ma soprattutto che avevano posto in atto corposi progetti di crescita. Nato nel 2004 e successivamente confluito nel MTA nel 22 giugno 2009, il mercato Expandi aveva come caratteristiche procedure di quotazione meno onerose e meno complesse rispetto ai mercati principali. I requisiti perché una società potesse essere quotata nel mercato Expandi erano:

1. Capitalizzazione minima di 1.000.000 di euro.
2. Flottante minimo del 10% per un controvalore di almeno 750.000 euro.
3. Pubblicazione di almeno due bilanci di cui l'ultimo certificato.
4. Risultato ordinario (al netto delle poste straordinarie) consolidato e risultato netto positivo riferito agli ultimi due esercizi solari.

5. Rapporto debito finanziario netto/margine operativo lordo inferiore a quattro.
6. Risultato netto dell'ultimo esercizio pari o superiore a € 100.000.

La quotazione inoltre non imponeva la modifica o sostituzione degli organi societari e la redazione delle trimestrali. La società che desiderava quotarsi su tale mercato doveva inoltre essere accompagnata nel processo di quotazione da un intermediario abilitato che certificasse i requisiti economico-patrimoniali di cui sopra (*sponsor*) e attestasse, sulla base dei programmi di investimento societario e sulle informazioni fornite dalla società stessa, che non vi fossero elementi che lasciassero prevedere una situazione di grave squilibrio finanziario.¹⁵¹ Sulla base della modalità di negoziazione, gli strumenti finanziari trattati in questo mercato si dividevano in classe 1 e classe 2. Nella classe 1 erano compresi i titoli per i quali l'emittente nominava un intermediario che si offriva come controparte tra compratori e venditori, favorendo la formazione degli scambi (*specialist*). Nella classe 2 invece erano compresi titoli privi di intermediazione, pertanto il mercato di questi titoli presentava minor liquidità di quello dei titoli di classe 1. La contrattazione dei titoli di classe 1 si aveva tra le 8:00 e le 16:35 e si articolava nella fase d'asta iniziale, negoziazione continua e asta di chiusura che concludeva la seduta. Mentre la seduta di negoziazione dei titoli di classe 2 si divideva in asta di preapertura (immissione degli ordini di compravendita da parte degli operatori), validazione (verifica della compatibilità tra ordini e parametri di validità di borsa), apertura (esecuzione dei contratti abbinando le varie proposte) e asta di chiusura. Anche qui la negoziazione aveva luogo tra le 8:00 e le 16:30. Gli intermediari che operavano nel mercato Expandi in qualità di dealer erano banche e SIM.

In conseguenza dello scarso successo del Mercato Expandi, (erano solo 20 le società quotate al 20 marzo 2006), Borsa Italiana inaugura il 23 Dicembre 2006 il nuovo mercato destinato a quelle imprese che non presentano i requisiti economici dimensionali e finanziaria per poter ambire ai mercati borsistici

¹⁵¹ <http://www.bankpedia.org/index.php/it/115-italian/m/21066-mercato-expandi>.

principali . Il nuovo mercato, che prende il nome di mercato alternativo del capitale o MAC , si costituisce come un sistema multilaterale di negoziazione¹⁵² e apre l'accesso alle negoziazioni il 17 settembre 2007. Il MAC era riservato a investitori professionali o ad investitori con patrimoni elevati come da ex allegato II della direttiva MiFID : ma mentre i primi operavano per investimento diretto sul mercato tramite fondi o società di gestione di patrimoni i secondi operavano tramite gestione patrimoniale o fiduciaria dei loro fondi. Il MAC permetteva l'incontro tra la domanda e l'offerta di capitali grazie a:

- Concentrazione di scambi.
- Determinazioni dei valori oggettivi d'impresa.
- Regole condivise dai partecipanti.

4.2.1. Requisiti e documenti di ammissione

Tra i requisiti di ammissione è possibile individuare quelle che erano le intenzioni del gestore Borsa Italiana, che prevedeva di intercettare l'interesse delle imprese che costituivano la struttura economica dell'economia italiana. Infatti i requisiti minimi prevedevano:

- Nessuna capitalizzazione minima.
- Nessun flottante minimo.
- Nessun numero minimo di anni di esistenza.
- Nessuna specifica struttura di governo.
- Essere costituita in forma di società per azioni e garantire la libera trasferibilità dei titoli.
- Disporre dell'ultimo bilancio certificato da una società di revisione iscritta all'Albo Consob.

¹⁵² Sistemi di contrattazione privati che offrono la possibilità di negoziare strumenti finanziari quotati presso una Borsa, senza compiti regolamentari di ammissione e informativa. Le *Multilateral Trading Facilities* (MTFs, corrispondenti, secondo la vecchia dizione, agli ATS - Alternative Trading Systems) sono circuiti di negoziazione, gestiti da soggetti privati che permettono l'acquisto e la vendita, mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali, di strumenti finanziari già quotati presso una o più borse nazionali. Le MTFs trattano titoli già quotati presso altri mercati. , DEF. Borsa Italiana.

Mentre in relazione alla documentazione da presentare nei confronti di Borsa Italiana per ottenere l'accesso al mercato figuravano:

- Documento di Ammissione.
- Bilancio relativo all'ultimo esercizio.
- Relazione della società di revisione.
- Statuto vigente.
- Documenti idonei ad accertare i requisiti di onorabilità degli organi di gestione e direzione.

4.2.2. Processo di quotazione

Il processo di quotazione si articolava in un periodo di 6 settimane e si costituiva di circa tre *step* principali nei quali collaboravo tre soggetti diversi : lo *sponsor*, l'Advisor e lo specialista.¹⁵³

Il primo passo consisteva nel contattare lo *sponsor*, ossia la banca che operava nel territorio di riferimento dell'impresa. Lo sponsor assisteva l'impresa durante l'intero processo di ammissione supportandola nella redazione dei documenti necessari per ottenere l'ammissione al Mercato e nei tre anni successivi per tutte le comunicazioni al Mercato. Nell'ammissione, l'impresa candidata poteva scegliere di essere assistita anche da un Advisor. Lo sponsor contattava lo specialista che organizzava il collocamento del capitale. Lo specialista, di concerto con l'impresa e lo sponsor, valutava l'operazione e effettuava una stima del prezzo di collocamento delle azioni. Lo specialista si preoccupava anche di individuare la clientela di investitori presso la quale collocare gli strumenti che sarebbero stati offerti sul mercato. A tali investitori lo specialista comunicava la strategia di sviluppo e il piano d'impresa. Questa fase richiedeva circa due settimane. Anche il supporto dello specialista era concesso dietro compilazione di un semplice modulo.

Terzo *step* era l'ammissione alla negoziazione, l'impresa presentava online la

¹⁵³ Il MAC, www.analisiaziendale.it

domanda di ammissione e la scheda informativa. La domanda di ammissione comprendeva i seguenti allegati:

- Ultimo bilancio d'esercizio certificato.
- Relazione di certificazione rilasciata da una società di revisione iscritta all'albo Consob.
- Documentazione sul management.

La scheda informativa conteneva le informazioni sintetiche sull'impresa, l'attività, i risultati e il suo management e doveva essere regolarmente aggiornata da parte dell'impresa e pubblicata sul sito internet. Lo sponsor illustrava il regolamento e assisteva l'impresa nella preparazione dei documenti da trasmettere a Borsa Italiana, che ammetteva l'impresa al Mac. Borsa Italiana ammetteva l'impresa alla negoziazione solo dopo avere verificato la completezza della documentazione presentata. L'ammissione era deliberata entro dieci giorni lavorativi dalla consegna della domanda di ammissione completa e corretta. L'impresa effettuava il collocamento privato del capitale avvalendosi dello specialista che:

- Individuava gli investitori da invitare al collocamento privato, d'intesa con l'imprenditore.
- Organizzava la presentazione agli investitori professionali.
- Stimava il prezzo di collocamento.
- Assegnava il capitale agli investitori previo gradimento dell'imprenditore.

L'impresa entrava infine sul Mac e le proprie azioni venivano liberamente scambiate tra gli investitori e manteneva gli obblighi informativi nei confronti degli investitori previsti dal regolamento.

4.2.3. Soggetti coinvolti

I soggetti maggiormente coinvolti erano complessivamente due, raramente veniva richiesta l'assistenza di un Advisor :

- Lo Sponsor, che prima dell'ammissione si occupava di presentare il MAC all'azienda come opportunità di investimento valutando al contempo la

fattibilità dell'operazione. *Step* successivo era la presentazione della candidatura dell'azienda aiutandola e fornendo consulenza nella compilazione della domanda di ammissione. Successivamente all'ammissione aveva l'impegno di rimanere almeno 3 anni al fianco dell'azienda fornendo servizi di consulenza e supporto nell'adempimento degli obblighi informativi come previsto dal regolamento del mercato.

- Lo specialista che agiva prima dell'ammissione alla quotazione valutando l'azienda, allestendo il *road show* presso la platea dei potenziali investitori e effettuando il collocamento. Nella fase post-ammissione operava per mantenere la liquidità del titolo inserendo proposte di acquisto e vendita per 25.000 euro durante ogni sessione.

Analizzato nelle sue caratteristiche fondamentali si capisce che il MAC era un'opportunità nuova per le piccole e medie imprese italiane che volevano finanziare processi di crescita. Consentiva un accesso semplificato al capitale di rischio, senza limitare l'autonomia decisionale nella gestione dell'impresa. Estendeva il network dell'impresa attraverso contatti con banche, investitori e altre imprese permettendo di trovare pochi soci disposti a dividerne i progetti di sviluppo.

4.3. Il mercato AIM ITALIA

4.3.1. Caratteristiche del mercato AIM ITALIA

L'*Alternative Investment Market* (AIM) è un MTF (*Multilateral Trading Facility*), cioè un mercato regolamentato da Borsa Italiana e per questo non sottoposto alla vigilanza dell'Autorità di Controllo, istituito per accogliere le PMI. Ha sostituito il mercato Expandi, mai decollato per mancanza di agevolazioni fiscali e l'obbligo di tenere bilanci sotto controllo. Le società che avevano aderito all'Expandi (assorbito in seguito dal MTA) non hanno potuto usufruire di un passaggio automatico nel mercato AIM Italia.

La principale novità introdotta dall'AIM in Italia è la figura del "*Nomad*" (*Nominated Adviser*): una figura centrale nel modello regolamentare di AIM

Italia, che in base al regolamento emanato da Borsa Italiana è responsabile della valutazione delle società che richiedevano l'ammissione alla quotazione e, successivamente, aveva l'obbligo di assisterle anche nel corso della permanenza sul mercato. La figura del NomAd continua ad essere un elemento strutturale importante nel processo di quotazione delle società anche oggi che il mercato AIM ha subito un processo di fusione con il Mercato Alternativo del Capitale (MAC) e del quale parleremo in seguito. Prima della fusione operata nel 2012, le piccole imprese italiane avevano due opzioni se avessero voluto quotarsi in Borsa: il MAC appunto, più agile e veloce, oppure il più strutturato e internazionale AIM. I due mercati apparivano complementari: il MAC, che concedeva la possibilità di operare sul listino solo ai grandi investitori istituzionali, richiedeva alle imprese pochi adempimenti da svolgere nella fase di pre-quotazione e presentava costi di quotazione contenuti e tempi veloci; d'altro canto c'era l'AIM Italia, più strutturato, ma capace di offrire alle imprese un flusso di investitori esteri (la maggior parte dei quali erano fondi che già, investono sulle PMI dell'AIM UK).

4.3.2. Criteri di ammissione

La procedura di ammissione alla quotazione era semplificata e flessibile: il *NomAd* era responsabile di effettuare la *due diligence* e, nei confronti di Borsa Italiana, doveva anche preoccuparsi di svolgere puntualmente le procedure interne della società e quelle per la fase successiva all'ammissione alla quotazione. Tutti i documenti di quotazione dovevano essere scritti in italiano, anche se le imprese potevano affiancarne uno in inglese. Inoltre la società quotata aveva l'obbligo di mantenere in via continuativa un operatore *specialist* affinché fosse garantita l'operatività e la liquidità del titolo. Infine il Regolamento prevedeva degli obblighi di trasparenza (*disclosure*) delle operazioni societarie: erano stati stabiliti dei parametri e modalità di calcolo specifici per l'identificazione delle operazioni rilevanti.

Ma la vera novità, importata dall'Inghilterra, era come detto la figura del *NomAd*. Ogni società doveva dotarsi di un *Nominated Adviser*, responsabile

nei confronti di Borsa Italiana di valutare l'adeguatezza della società stessa che richiedeva l'ammissione alla quotazione e assisterla per tutta la sua permanenza sul mercato.

Per quanto riguarda la documentazione che era necessario presentare in fase di ammissione:

- Non era richiesta la pubblicazione di un prospetto informativo ai sensi della direttiva prospetti .
- Non era richiesta la pubblicazione dei resoconti trimestrali di gestione.
- No anni minimi di esistenza della società, nessuna capitalizzazione e flottante minimi, nessuna Corporate Governance specifica richiesta.
- Il Documento di ammissione sostituiva il Prospetto Informativo.
- Il *NomAd* definiva la profondità della *due diligence* e pianificava la data precisa di ammissione.
- Ammissione di Borsa in 10 giorni.
- Nessuna istruttoria Consob.

Abaxbank, Banca Akros, Centrobanca, Eidos Partners, Equita Sim (ex Euromobiliare), Intermonte Sim, Mps Capital Services, UniCredit Group e Unipol Merchant sono stati i primi nove player che hanno richiesto l'ammissione al registro dei *NomAd*.

4.3.3. Gli investitori

La tipologia di investitori al quale era rivolto il mercato AIM erano:

- Investitori istituzionali italiani: fondi tradizionali, hedge, dedicati alle *small caps*, *private banking*, *private equity*, ecc., nei limiti previsti dalla normativa vigente.
- Investitori istituzionali esteri: fondi tradizionali, *hedge*, fondi dedicati *small cap*, *private banking*, *private equity*, *venture capital*, forme di investimento alternative.

- Retail, che poteva investire sul mercato secondario successivamente alla quotazione (potrà investire in IPO solo se sollecitato tramite Prospetto Informativo). In attesa di documento di consultazione Consob.

4.3.4. I vantaggi della quotazione su AIM ITALIA

Quotarsi su AIM consentiva di:

- Raccogliere importanti risorse finanziarie e diversificare le fonti di finanziamento, riducendo la dipendenza dal sistema del credito.
- Agevolare il passaggio generazionale.
- Dare un valore oggettivo e trasparente all'azienda
- Grande ritorno mediatico
- Aumentare la credibilità nei confronti di fornitori/clienti/partner in termini di trasparenza di obiettivi e risultati.
- Riconoscibilità globale del mercato Pool di liquidità dedicato alle *small cap* (€12bn).
- *Know how* consolidato.

4.4. AIM Italia - Mercato Alternativo di Capitale

In conseguenza della fusione avvenuta nel 2007 tra il *London Stock Exchange Group* e Borsa Italiana S.p.A., che ha permesso di costituire il secondo gruppo borsistico europeo, alcune piazze borsistiche hanno subito delle modifiche mentre altre, sull'esempio di quelle inglesi, sono state introdotte per la prima volta in Italia, come l'AIM Italia. Questa fusione, in linea con gli intenti europeo di muoversi verso un mercato unico, ha perseguito tre obiettivi principali tramite l'unione delle migliori competenze nazionali:

- Contenimento dei Costi.
- Maggiore ventaglio di prodotti offerti.
- Maggiore competitività per ottenere migliori condizioni contrattuali per la clientela.

A causa dello scarso successo del Mercato Alternativo del Capitale e per creare un unico mercato di riferimento per le PMI , alla fusione dei due gruppi borsistici è seguita l'operazione di accorpamento dei mercati AIM Italia e MAC nell'unico mercato AIM Italia - Mercato alternativo del capitale formato dall'indice FTSE AIM Italia, attivo dal 1° marzo 2012. Le società quotate sul MAC sono passate sul nuovo listino a partire da tale data e fino al 31 dicembre 2012, su base volontaria e in presenza dei requisiti richiesti per l'ammissione sul nuovo indice. AIM Italia/MAC è un sistema multilaterale di negoziazione ed in ragione di ciò non viene assoggettato alla vigilanza da parte della Consob ed è interamente disciplinato, vigilato e gestito da Borsa Italiana. Il Mercato nasce col fine di razionalizzare l'offerta dei mercati dedicati alle PMI e proporre un unico listino di quotazione riproponendo le formule costruite sull'esperienza dell'AIM inglese da un lato e sulle specifiche esigenze del sistema imprenditoriale italiano dall'altro. AIM Italia offre alle imprese un percorso più rapido e flessibile alla quotazione, ma al contempo anche un efficiente impianto regolamentare che risponde ai bisogni delle piccole imprese e degli investitori specializzati.

Le principali caratteristiche di AIM Italia possono essere sintetizzate come segue:

- Requisiti di ammissione semplificati rispetto a MTA.
- Procedura di ammissione gestita da Borsa Italiana più rapida di quella prevista per il mercato principale.
- Presenza costante del Nominated Adviser (il c.d. “Nomad”) a fianco della società emittente, sia in fase di ammissione che di permanenza sul mercato.

Analizzando i requisiti di ammissione abbiamo che (Tabella 7) :

- Non è previsto nessun limite minimo di capitalizzazione.
- Il flottante minimo da conseguirsi tramite collocamento è del 10% (contro il 25% richiesto su MTA e il 35% per la quotazione sul segmento STAR).

- La procedura di ammissione è più rapida di quella prevista per il mercato principale in quanto vengono richiesti soltanto una comunicazione di pre-ammissione e un documento di ammissione.
- Possibilità di ottenere l'ammissione alle negoziazioni dopo 10 giorni dalla presentazione della comunicazione suddetta.

Tabella 7 - Requisiti accesso mercato AIM – MAC

AIM Italia	
Requisiti di ammissione	<ul style="list-style-type: none"> • 10% flottante minimo tramite collocamento • Nomad assiste la società anche dopo l'ammissione a quotazione
Documenti per l'ammissione	<ul style="list-style-type: none"> • Documento di ammissione • 3 bilanci certificati di cui 2 IFRS (ove esistenti)
Procedura di ammissione	<ul style="list-style-type: none"> • Procedura di ammissione gestita da Borsa Italiana in 10 gg • Approvazione del Prospetto Informativo da parte di Consob solo in presenza di offerta al pubblico
Adempimenti post-quotazione	<ul style="list-style-type: none"> • Obblighi di informativa al mercato • Specialista per il sostegno della liquidità del titolo

Fonte : Elaborazione sito Borsa Italiana

La definizione del target a cui si rivolge il mercato AIM Italia secondo quanto descritto dal sito di Borsa Italiana è di “piccole e medie imprese finanziariamente sane, impegnate in progetti di crescita credibili e sostenibili all’interno di settori in espansione, in grado di attrarre una platea diversificata di investitori e di non ledere la reputazione del mercato”. Il compito di verifica della sussistenza di tali requisiti sostanziali è di competenza del NomAd.

4.4.1. Il processo di quotazione AIM-MAC

Nel processo che conduce alla quotazione sul mercato AIM-MAC è necessaria una propedeutica pianificazione temporale delle attività preparatorie alla quotazione, al fine di ottenere i massimi benefici dall'IPO. Si può generalmente scomporre l'intero processo di quotazione di una società in tre fasi così identificate:

1. Procedura di preparazione alla quotazione.
2. La nomina del *Nomad* ed il processo di *due diligence*.
3. La procedura finale di ammissione e collocamento.

Nell'iniziare il processo di quotazione l'imprenditore è a conoscenza del fatto che verrà eseguito un accurato processo di *due diligence* da parte del *Nomad*, al fine di valutarne l'appropriatezza ad essere ammessa su AIM. Durante la fase di preparazione alla quotazione riveste perciò potrebbero emergere lacune presenti a seguito della *due diligence* effettuata dal *Nomad*, e quindi rallentare l'intera operazione.

In questa fase, la società costituisce un team aziendale *ad hoc*, se ne ha le risorse, oppure scegliere di farsi assistere da un *advisor* finanziario che in una fase successiva potrebbe essere incaricato di svolgere anche il ruolo di *Nomad*.

Tra le varie attività da svolgere all'inizio della preparazione alla quotazione, assume particolare importanza il processo di autodiagnosi dell'azienda quotanda, e in caso di bisogno, intraprendere gli adeguati interventi correttivi sui propri sistemi manageriali, al fine di allinearli alle *best practice* richieste per AIM Italia. Questa fase porta alla luce anche le modifiche di tipo informativo comunicativo che dovranno essere adoperate ed applicate all'interno dell'impresa, e che saranno valide anche per il proseguo.

Un efficace processo di preparazione e autodiagnosi dovrebbe generalmente soffermarsi sulle fasi di seguito elencate, che andremo brevemente ad esaminare :

- Business
- Settore e posizionamento competitivo
- Strategia

- Dati finanziari
- Sistema di controllo di gestione
- Struttura del gruppo
- Struttura manageriale e organizzativa
- *Corporate governance*

Per la prima fase la società quotanda deve rappresentare il proprio core business gli elementi che la caratterizzano. Porre ben in vista gli elementi che caratterizzano i suoi punti di forza e le debolezze, i potenziali di crescita e i risultati operativi e reddituali raggiunti e prospettici. Tutto ciò nell'intento di presentarsi al meglio nei confronti degli investitori.

La fase riguardante il settore e posizionamento competitivo serve alla azienda per preparare al meglio il confronto con il NomAd, sia per coordinare già le richieste degli investitori ed essere pronti a soddisfare eventuali dubbi. L'analisi del sistema competitivo può essere effettuata attraverso *framework* applicativi come le 5 forze di Porter, la *SWOT analysis* o il modello Struttura-Condotta performance, che sono strumenti d'analisi ampiamente riconosciuti e diffusi nella comunità finanziaria.

La strategia in questo processo va messa come centro convergente di ogni ipotetica presentazione agli investitori, per la quale è quindi necessaria una dettagliata definizione e puntuale descrizione, attiva fin nei dettagli meno evidenti. Invece, una descrizione esaustiva delle proprie scelte strategiche a supporto della richiesta di risorse finanziarie tipicamente rivolta agli investitori in occasione di un processo di quotazione in Borsa, in questa fase assume un ruolo cruciale. Al centro del discorso va posta l'importanza riservata alla creazione del valore per gli azionisti dell'azienda, perché un'azienda crea valore per i propri azionisti quando riesce a far rendere il proprio capitale investito più di quanto esso costi mediamente; in termini maggiormente tecnici, la generazione di valore nasce dall'esistenza di uno *spread* positivo tra ROCE¹⁵⁴ e WACC¹⁵⁵. Da ciò

¹⁵⁴ *Return On Capital Employed* o ritorno sul capitale investito al netto delle tasse.

¹⁵⁵ *Weighted Average Cost of Capital* o costo medio ponderato del capitale.

emerge come l'AIM sia prima di tutto un luogo nel quale permettere l'incontro e la soddisfazione delle richieste degli investitori in termini di redditività con quelle che sono le necessità di finanziamento e ricerca risorse dell'impresa. Strategia vuol dire anche indicare in quale direzione si tende ad operare, quali sono gli obiettivi di crescita e in quali mercati ci si vuole inserire, con quali prodotti servizi, quali sono le Business Unit nelle quali si vuole entrare.(Tabella 8).

Tabella 8 - Obiettivi e strategie dell'impresa in fase di ammissione all'AIM

Strategia	Azioni	Impatto
CRESCITA	<ul style="list-style-type: none"> • Acquisizione nuovi clienti • Allargamento gamma prodotti • Nuovi canali distributivi • Nuove aree geografiche 	↑ Ricavi + ROCE
RIDUZIONE COSTI	<ul style="list-style-type: none"> • Economie di scala • Saturazione capacità produttiva • Riduzione costi struttura 	↑ Margine + ROCE
GESTIONE CAPITALE INVESTITO	<ul style="list-style-type: none"> • Outsourcing • Politica creditori/fornitori • Tecnologie adottate • Logistica 	↑ $\frac{\text{Ricavi}}{\text{Capitale inv.}}$ + ROCE
OTTIMIZZAZIONE WACC	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento leverage • Buy-back • Pay-out 	↓ WACC

Fonte : Elaborazione sito Borsa Italiana

Le società che riescono a veicolare al mercato l'opportunità di investimento attraverso l'illustrazione di strategie improntate alla crescita sono quelle che normalmente vengono meglio valorizzate dagli investitori.

Quarto elemento di analisi riguarda i dati finanziari: da una parte quelli storici di una società, che sono un chiaro indicatore del successo raggiunto , dall'altra vi sono quelli prospettici che indicano gli obiettivi futuri.

Importante considerare anche quelle che sono le richieste da regolamento dell'AIM dei requisiti formali che prevedono di avere i bilanci annuali civilistici/consolidati degli ultimi tre esercizi sottoposti a revisione contabile

completa, di cui almeno gli ultimi due redatti secondo i principi IAS/IFRS o gli US GAAP. Inoltre i documenti di bilancio vanno presentati riclassificati utilizzando i criteri finanziari di riclassificazione, ampiamente diffusi ed apprezzati dalla comunità finanziaria. Infatti, il margine operativo lordo (EBITDA), la posizione finanziaria netta e il capitale investito netto costituiscono, ad esempio, dei dati finanziari essenziali per comprendere l'evoluzione della gestione operativa e finanziaria dell'impresa.

È importante che emergano gli elementi di difficoltà, o maggiormente sensibili e suscettibili di variazioni negative, ma allo stesso anche gli elementi che attestino il buon equilibrio finanziario che è uno degli elementi a cui fa maggiormente riferimento il *NomAd*.

Per dati finanziari prospettici vanno espressi nella massima chiarezza in quanto rappresentativi del buon livello di validità e robustezza del sistema di pianificazione e alla strutturazione del piano industriale, strumento che riveste un ruolo essenziale per poter giungere alla formulazione di previsioni economico-finanziarie attendibili e coerenti.

Va redatto il *business plan*, anch'esso completo e strutturato con efficacia in vista della presentazione agli investitori ma anche ad un'analisi in fase di *due diligence*, ad una scrupolosa valutazione analitica da parte del *NomAd*, la cui mancata condivisione del piano inficia negativamente sul rilascio della dichiarazione di appropriatezza alla quotazione.

Grande spazio va assegnato anche all'Action Plan che ha lo scopo di mettere in piena evidenza gli *step* e le coordinate dei processi di sviluppo e crescita da attuare nel futuro.

Il Sistema di controllo di gestione (di seguito il "SCG") della società emittente è oggetto di un'apposita dichiarazione della azienda richiedente ammissione che specifica che "sono state predisposte procedure che diano ragionevoli basi agli amministratori per formarsi un giudizio appropriato in relazione alla posizione finanziaria e alle prospettive dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo".

La necessità che ne avanza è quella per le imprese di dotarsi di un SCG completo dal punto di vista dei contenuti informativi fondamentali per la conduzione del

business e per la comunicazione agli investitori. Va costruito con efficienti capacità di reportistica e raccolta informativa ma assumendo anche un certo grado di flessibilità, che possa garantire la capacità di adeguamento alle mutevoli condizioni aziendali.

Ritornando al sistema di reporting delle società emittenti AIM Italia, questo deve permettere innanzitutto la produzione dei documenti finanziari, ivi compresi quelli obbligatori, con cadenza almeno semestrale. Tali documenti devono essere integrati con la produzione, almeno trimestrale, dei principali dati economico finanziari consolidati (ricavi, marginalità e posizione finanziaria netta) che risultano essere essenziali per monitorare l'andamento del business e per la comunicazione al mercato finanziario.

La fase riguardante il processo di revisione della struttura prevede una descrizione limpida da parte dell'imprenditore dell'articolazione della società stessa (in termini di numero di società, di localizzazione geografica e di numero di livelli societari esistenti tra l'holding di controllo e le diverse partecipate operative). Successivamente bisogna poi focalizzarsi sui rapporti dell'azienda con parti correlate, ponendo tutte nella massima disponibilità de *NomAd*, sia perché è necessario darne ampia evidenza all'interno del documento di ammissione. Inoltre, una volta quotata, la società emittente sarà soggetta ad un particolare regime di *disclosure* definito dall'articolo 13 del Regolamento Emittenti¹⁵⁶.

Un'analisi della struttura manageriale e organizzativa serve a valorizzare e verificare se l'azienda è dotata di soggetti di adeguata professionalità ed esperienza, che possano garantire la realizzazione dei piani strategici e degli obiettivi che verranno presentati al mercato.

Un altro ambito da non trascurare nel processo di preparazione alla quotazione è rappresentato dall'analisi del sistema di governo societario dell'emittente. Con il termine *corporate governance* si fa riferimento al sistema di controllo e direzione

¹⁵⁶ Regolamento emittenti. Art.13: *Per le operazioni con parti correlate si applica la disciplina di cui all'articolo 10 del regolamento Consob adottato con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come previsto per determinate tipologie di società, anche quando non si tratti di emittenti diffusi.*, Regolamento Consob 2010, Milano, 2010

delle imprese e che Borsa Italiana definisce come: *“Insieme di strumenti, regole e meccanismi preordinati alla migliore realizzazione del processo decisionale di un'impresa nell'interesse delle diverse categorie di soggetti che sono interessati alla vita societaria. Comunemente con il termine corporate governance si fa riferimento al sistema di direzione e controllo, e cioè a quell'insieme di meccanismi e di regole, giuridiche e tecniche, finalizzate alla conduzione del governo dell'impresa, che sia non solo efficace ed efficiente, ma anche corretto ai fini della tutela di tutti i soggetti interessati alla vita dell'impresa”*. Tale definizione dell'impianto regolamentare di AIM Italia non prevede una soluzione univoca nei settaggi e tipologie di *governance* da adottare ma lascia libertà agli amministratori con l'intento finale di massimizzare l'efficienza ed l'efficacia della gestione aziendale, tenendo comunque presente che il mercato finanziario generalmente apprezza gli emittenti che adottano procedure e sistemi di *corporate governance* allineati alla *best practice*.

4.4.2. Il NomAd e la due diligence

La figura del *Nominated Adviser* ad riveste un ruolo centrale per il funzionamento di AIM Italia. Il *NomAd* rappresenta il riferimento sia per la società emittente, nell'espletamento di tutti gli obblighi regolamentari, sia per Borsa Italiana, nell'ambito delle attività di gestione del mercato.

Il *NomAd* si pone quindi nei confronti del mercato come “garante” della azienda che ha intenzione di quotarsi ed assolve i seguenti compiti:

- Effettuare una *due diligence* adeguata sull'emittente, al fine di poter dichiarare l'idoneità all'ammissione sul mercato AIM Italia.
- Gestire il processo di quotazione, coordinando il team di consulenti coinvolti, e guidando la società nella predisposizione del documento di ammissione.
- Coadiuvare ed assistere continuativamente la società, anche successivamente alla quotazione per l'intero periodo di permanenza sul mercato di quest'ultima nell'assolvimento dei compiti e delle responsabilità

derivanti dai Regolamenti AIM Italia.

La qualifica di *NomAd* su AIM Italia viene attribuita da Borsa Italiana se sono verificati e rispettati criteri qualitativi che consistono in un'adeguata esperienza in *corporate finance* e una struttura organizzativa tale da garantire il rispetto degli obblighi previsti in via continuativa. E' quindi richiesto un *track record* di operazioni rilevanti e la figura dei *key executive*¹⁵⁷. I soggetti abilitati da Borsa Italiana vengono iscritti in un apposito registro. La struttura regolamentare di AIM Italia prevede dunque che ogni società che voglia quotarsi o presentare domanda di ammissione debba necessariamente appoggiarsi ad un *NomAd* per la valutazione di appropriatezza.

Il *NomAd* assiste la società in via continuativa nell'adempimento degli obblighi regolamentari e, a tale scopo, deve essere sempre aggiornato su ogni cambiamento significativo riguardante la società emittente.

Più in dettaglio, tra le attività da svolgere, il *NomAd* deve mantenere regolari contatti con l'emittente, verificare le informazioni diffuse al pubblico in maniera preventiva, monitorare l'attività di negoziazione degli strumenti finanziari emessi al fine di individuare variazioni di prezzo/volumi tali da richiedere l'emissione di un comunicato e assistere la società in occasione di qualsiasi modifica della composizione del consiglio d'amministrazione.

All'interno della Scheda Tre del Regolamento *Nominated Advisers* sono elencati una serie di principi guida che forniscono puntuali criteri applicativi in merito alle responsabilità connesse all'attività di *NomAd*, sia in fase di ammissione che di permanenza sul mercato di un emittente.

Per dichiarare l'appropriatezza dell'emittente quindi, il *NomAd* ad esempio è tenuto a :

- Avere (o avere accesso a) adeguate conoscenze relative all'area di business dell'emittente servendosi del proprio personale specializzato ovvero incaricando consulenti ed esperti esterni.

¹⁵⁷ Per *key executive* si intende un dipendente senior del *Nomad* dotato di adeguata professionalità ed esperienza in *corporate finance* comprovata da un adeguato numero di operazioni rilevanti seguite.

- Valutare il settore di attività dell'emittente, la *value proposition*, il piano industriale o simili, la struttura finanziaria, le informazioni finanziarie storiche e le altre informazioni aziendali.
- Valutare, direttamente o tramite consulenti ed esperti esterni, la conformità dello statuto dell'emittente rispetto al Regolamento Emittenti.
- Considerare quegli elementi relativi al paese di costituzione o di operatività dell'emittente che possano influire sulla circolazione degli strumenti finanziari e/o sui diritti connessi a tali strumenti e al loro esercizio.
- Svolgere una visita presso la sede dell'emittente o le sedi operative ed effettuare incontri con gli amministratori e il top management.

Per quanto riguarda la *due diligence* il Nomad dovrà invece:

- Verificare che sia stata svolta un'idonea *due diligence* finanziaria, che deve includere: ogni aspetto riguardante la struttura finanziaria dell'emittente (composizione posizione finanziaria netta, composizione capitale circolante, esistenza di *covenant* sul debito e ogni aspetto riguardante debiti e crediti scaduti e l'eventuale presenza di contratti derivati).
- Verificare che sia stata svolta un'adeguata *business due diligence*, che analizzi il mercato di riferimento, il posizionamento competitivo, la strategia e il business model dell'emittente.
- Verificare che sia stata svolta un'opportuna *due diligence* fiscale, che dev'essere, focalizzata sulla documentazione relativa all'ultimo esercizio definito, ai fini delle imposte dirette e indirette, la valutazione di eventuali contenziosi fiscali in essere, avvisi di accertamento, verifiche fiscali in essere, perdite riportate a nuovo a fini fiscali, politiche di *transfer pricing* ed infine esenzioni/riduzioni/agevolazioni d'imposta, di cui l'emittente ha goduto nell'ultimo triennio.
- Verificare che sia stata svolta un'adeguata *due diligence* legale, che deve riguardare: i documenti societari prodotti nell'ultimo anno, le autorizzazioni e i rapporti con le autorità, la verifica del contesto

regolamentare, i documenti relativi ad operazioni straordinarie degli ultimi tre anni, i contratti rilevanti in essere, i contenziosi in essere, i procedimenti pendenti o minacciati, i beni materiali ed immateriali, la proprietà intellettuale, i marchi e brevetti, i dipendenti e il rapporto di lavoro e la privacy, le assicurazioni, le questioni ambientali e sicurezza ed infine le operazioni con parti correlate.

- Verificare se sia necessaria una *due diligence* commerciale specialistica.
- Valutare i rapporti e le *confort letter* rilasciate dai propri consulenti specializzati nonché quelli di cui si è avvalso l'emittente, verificando che siano state intraprese azioni appropriate volte a risolvere eventuali criticità emerse, o sostenere che tali criticità non precludano l'appropriatezza dell'emittente che richiede l'ammissione su AIM Italia.

Per quanto riguarda l'art. AA3 della Scheda Tre del Regolamento *NomAd*, questi deve verificare, sulla base delle conoscenze acquisite nel corso della *due diligence*, la completezza e la conformità del documento di ammissione rispetto alla Scheda Due del Regolamento Emittenti AIM Italia. Il *NomAd*:

- Deve supervisionare la predisposizione delle sezioni del documento di ammissione che si riferiscono al business dell'emittente e ai fattori di rischio.
- Considerare se sia necessario ottenere report da parte di terzi specialisti.
- Reputare che il documento di ammissione rispetti le disposizioni del Regolamento Emittenti.

Per il discorso della *compliance* e gli obblighi che ne seguono con il Regolamento Emittenti AIM Italia, da parte della azienda, il *NomAd* (ai sensi dell'art. AA4 della Scheda Tre, del Regolamento *NomAd*) deve :

- Verificare le eventuali procedure predisposte dall'emittente per assicurare la *compliance* con le disposizioni del Regolamento Emittenti.
- Deve verificare che gli amministratori siano stati informati degli obblighi e delle responsabilità gravanti su di loro in via continuativa.

A conclusione del processo di valutazione il ruolo del *NomAd* non si esaurisce , ma rimane nelle disponibilità dell'azienda, fornendo consulenza informativa e aiutando la stessa nell'adempimento puntuale degli adempimenti previsti dal Regolamento, nonché avvisare l'azienda di ogni variazione del Regolamento degli Emittenti.

Nel caso in cui il processo di *due diligence* abbia esito positivo, e l'elaborazione del documento di ammissione da parte della società risulti terminata, il *NomAd* è quindi tenuto fornire la dichiarazione di appropriatezza della azienda, nella modalità prevista dalla Scheda Due del Regolamento *NomAd*.

4.4.3.Procedura di ammissione e collocamento

Terminata l'analisi di *due diligence* e avuta l'approvazione del *NomAd* può essere attivata la procedura di ammissione, che ha inizio con l'inoltro della comunicazione di pre-ammissione ai sensi dell'articolo 2 del Regolamento Emittenti, la quale, una volta analizzata, viene diffusa al mercato tramite SDIR¹⁵⁸.

Per quanto stabilito dal Regolamento tra la data della comunicazione di pre-ammissione e quella di ammissione devono trascorrere almeno 10 giorni di mercato aperto. Inoltre, almeno 3 giorni di mercato aperto prima della prevista data di ammissione, deve essere inviata a Borsa Italiana la domanda di ammissione, accompagnata dal documento di ammissione e dalla dichiarazione di appropriatezza del *NomAd*¹⁵⁹. L'ammissione alle negoziazioni viene stabilita da Borsa Italiana e portata a conoscenza del pubblico mediante un avviso, indicante anche l'apertura delle negoziazioni che usualmente coincide al secondo giorno di borsa aperto a quello in cui avviene l'ammissione. L'emittente, a partire dalla data di ammissione ha l'obbligo di pubblicare sul proprio sito web il documento di ammissione.

L'intero *iter* procedurale avviene tramite il servizio telematico QUICK

¹⁵⁸ Servizio di Diffusione dell'Informativa Regolamentata. Generalmente la diffusione al mercato della comunicazione di pre-ammissione avviene il medesimo giorno in cui la comunicazione viene ricevuta da Borsa Italiana, e, successivamente, ogni qualvolta venga aggiornata nei suoi contenuti.

¹⁵⁹ Confrontare art. 3, 5 e Scheda Due del Regolamento Emittenti, Consob 2010

(QUOTATION in a CLICK), che permette di gestire *on-line* tutte le fasi, e le comunicazioni dirette al *NomAd* a società Borsa Italiana e tra questi ultimi.

Una volta avviata la fase di quotazione, l'azienda si avvale del supporto di un broker, che può anche essere il *NomAd* a patto che non sia un soggetto bancario, che si preoccupa della raccolta e piazzamento ordini nei confronti degli investitori, svolgendo anche servizi di marketing su gli strumenti emessi.

Prima del collocamento, viene svolta un'attività di marketing nella quale vengono contattati dei potenziali investitori al fine di sondare la disponibilità ed interesse all'acquisto di azioni della società emittente. Questa attività ha dunque lo scopo di valutare quantitativamente le manifestazioni d'interesse *non-binding* che possano confortare sul buon esito dell'operazione. Allora il broker si preoccupa di organizzare un road show presso i potenziali investitori, con incontri tra quest'ultimi e il top management.

Il compito del broker in questi incontri è quello di convincere gli investitori della validità della sottoscrizione fornendo una completa *overview* della società emittente necessaria a permettere anche una valutazione del prezzo dell'ordine. La raccolta effettiva delle manifestazioni d'interesse si svolge in genere successivamente alla presentazione della comunicazione di pre-ammissione ovvero a ridosso della stessa. Da questi incontri è possibile valutare potenzialmente il totale collocamento dei titoli, disegnare una curva di domanda e creare una forbice di prezzo con la quale verrà collocato lo strumento sul mercato.

Il prezzo finale del collocamento è deciso dall'emittente, con l'aiuto e la consulenza del *NomAd* e del *Broker*, in modo da allocare effettivamente il numero di azioni offerte agli investitori, lasciando, allo stesso tempo, che una parte della domanda non venga soddisfatta, così da alimentare l'interesse all'acquisto e supportare l'andamento del titolo. Il prezzo risente, di solito, di un *ipo discount*¹⁶⁰ per rendere più attrattivo lo strumento sul mercato e condurre al successo dell'operazione.

¹⁶⁰ Tale sconto viene quantificato sulla base delle indicazioni che le banche responsabili del collocamento ricevono da parte degli investitori istituzionali e trova giustificazione nel fatto che, in sua assenza, sarebbe preferibile acquistare

I titoli vengono assegnati in base ad alcuni parametri riscontrati durante la fase di sollecitazione all'investimento allestita in precedenza dal broker e dipendono dalla politica di investimento e di gestione del portafoglio, dalla dimensione del portafoglio, i mercati e i settori d'interesse e dalla propensione a conservare la partecipazione in un'ottica di medio/lungo periodo.

Terminato il processo di ammissione la azienda dovrà dotarsi di uno *specialist* incaricato di immettere, durante ogni fase di asta, quantitativi in vendita e in acquisto volti a garantire la buona liquidità del titolo e la possibilità agli investitori di aprire , ampliare o chiudere le proprie posizioni.

Analizzato il processo di quotazione e tutti gli attori coinvolti in esso, si capisce quanto possa comunque essere ritenuto complesso e dispendioso in termini di tempo e risorse optare per la quotazione su un mercato come l'AIM, per raccogliere capitali di finanziamento necessari alla propria crescita. Oggi , va sempre più scemando la considerazione che il mercato azionario sia una possibilità riservata esclusivamente alle grandi aziende, ma va delineandosi come possibilità di crescita e sviluppo anche per le piccole realtà che costellano la nostra economia . I motivi principali che oggi spingono gli imprenditori a voltare pagina e scegliere questa strada sono molteplici:

- La *crescita interna* per cercare nuovi canali di finanziamento a sostegno degli investimenti di sviluppo e che, a sua volta, si divide in ottimizzazione della struttura finanziaria per diversificazione della raccolta e graduazione della raccolta di capitali in funzione della crescita. L'azienda può usufruire della visibilità acquisita per conquistare nuove quote di mercato o piazzare nuovi prodotti. Ciò agevola sia il riequilibrio della struttura finanziaria compatibile con la struttura degli investimenti e consente un miglioramento dello *standing* creditizio e una riduzione del costo complessivo del finanziamento per l'impresa tramite il canale bancario.

titoli di una società con caratteristiche simili o analogo profilo di rischio, ma già presente sul mercato, e quindi minore asimmetria informativa.

- La *crescita esterna*, che consente di raccogliere le risorse finanziarie direttamente sul mercato. Questa situazione consente, tra l'altro, di effettuare operazioni di M&A anche attraverso lo scambio di azioni.
- Il *rafforzamento della struttura organizzativa* che si attua antecedentemente alla quotazione. I costi sostenuti per perseguire tale obiettivo devono considerarsi come costi di investimento in quanto creano valore per il futuro e facilitano l'implementazione di strategie operative di nuova generazione.
- Il *miglioramento dell'immagine aziendale post quotazione*: maggiore trasparenza imposta dai mercati finanziari, migliore visibilità nei confronti della comunità economica e finanziaria, possibilità di usufruire del *reputation capital* come leva di *marketing* sia ai fini commerciali che finanziari.

Ovviamente la quotazione comporta anche degli svantaggi:

- Eventuale perdita del controllo della società.
- Esigenza di una chiara separazione tra patrimonio personale e aziendale.
- Impegni e responsabilità degli azionisti e della società nei confronti del mercato.
- Necessità di obblighi informativi continui e rilevanti.
- Costi iniziali di accesso al mercato elevati.
- Necessità di organizzare una struttura, o potenziarla nel caso sia esistente, con l'obiettivo di fornire informazioni economico-finanziarie al mercato.

Tali svantaggi possono però anche essere visti come semplici ostacoli da superare da parte degli imprenditori interessati e potenzialmente coinvolgibili in un processo di quotazione della propria impresa, in quanto diretta conseguenza del retaggio culturale basso e di una mancata cultura finanziaria. Tutti elementi che possono essere superati con una buona dose di preparazione tecnica e psicologica alla quotazione.

4.4.4. Il mercato AIM Italia oggi

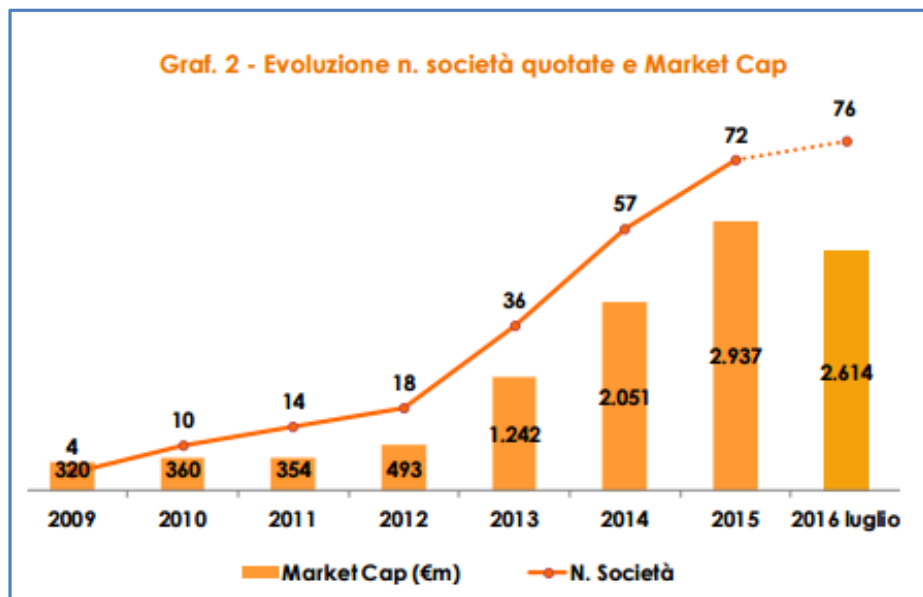
Utilizzando i dati dell'Osservatorio sul mercato AIM di Luglio 2016 è possibile dare una valutazione completa delle condizioni del mercato attuale. Il modello di riferimento è l'AIM UK che oggi conta 1.104 aziende e una capitalizzazione di 73,76 miliardi di sterline. Numeri ancora lontani alla realtà italiana, che comunque negli ultimi tre anni è cresciuta sensibilmente. I risultati mostrano che al 1 luglio 2016, le società quotate sono 76, la capitalizzazione è pari a 2,6 miliardi di euro e la raccolta da IPO (Equity) è pari a 805 milioni di euro. Il mercato ha registrato un notevole sviluppo a partire dal 2013, sia in termini di IPO che di dimensione delle operazioni.

I settori più rappresentativi per numero di società sono Green (24%), Digital (20%) e Servizi (17%); in termini di capitalizzazione gli stessi settori rappresentano il 30%, il 18% e l'11% del mercato.

La capitalizzazione media delle società al 1 luglio 2016 è pari a 34 milioni di euro. Un'analisi della capitalizzazione delle aziende quotate sottolinea che :

- Il 47% delle società ha una capitalizzazione inferiore a 20 milioni di euro.
- Il 16% ha una capitalizzazione compresa fra 20 e 30 milioni di euro.
- Il 17% ha una capitalizzazione compresa fra 30 e 50 milioni di euro.
- 12% ha una capitalizzazione compresa fra 50 e 100 milioni di euro.
- Mentre solo l'8% ha una capitalizzazione superiore ai 100 milioni di euro.

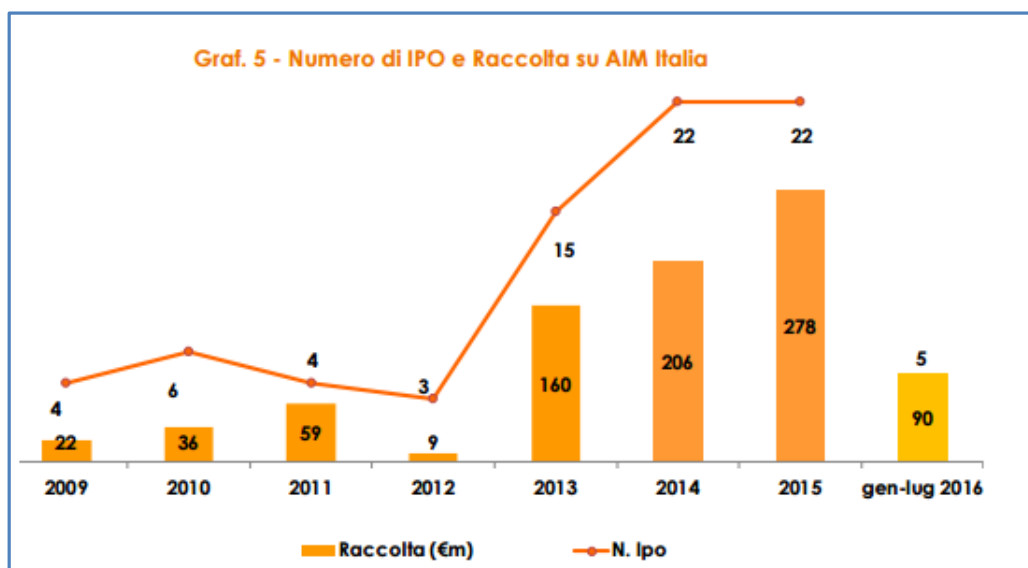
Grafico 21 - Evoluzione e Numero di società quotate e Market Cap



Fonte : Osservatorio AIM ITALIA 2016 Luglio

Come mostra il grafico sottostante, a partire dal 2013 si registra un elevato numero di IPO e un incremento della raccolta. Infatti l'anno 2015 registra un picco con 22 IPO, simile all'anno precedente, e una raccolta di 278 milioni di euro. Nei primi 7 mesi del 2016 invece le IPO sono state 5 con una raccolta di 90 milioni di euro.¹⁶¹

Grafico 22 - Numero di Ipo e raccolta su AIM Italia 2016

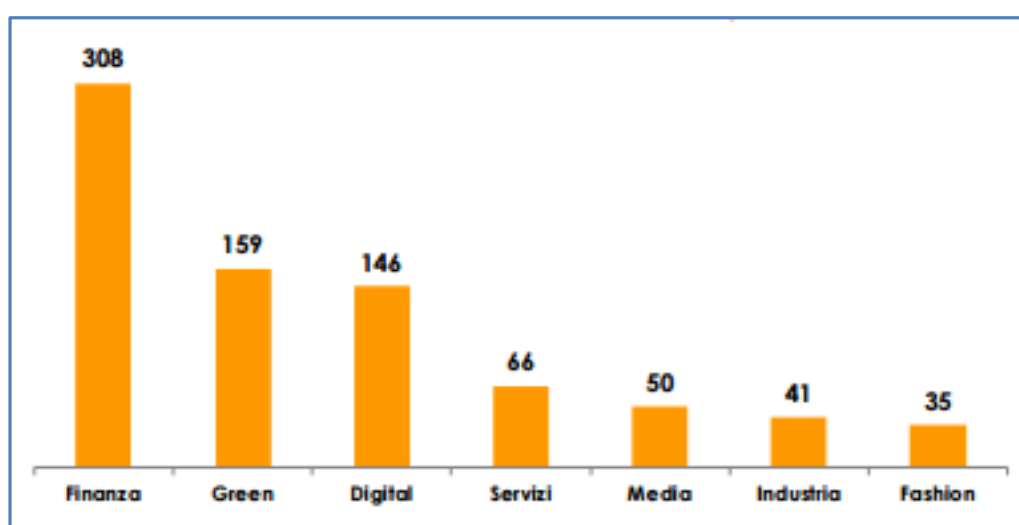


Fonte : Osservatorio AIM ITALIA 2016 Luglio

¹⁶¹ Elaborazioni IR Top su dati Borsa Italiana e Factset al 01/07/2016

Il 43% delle società ha realizzato una raccolta inferiore ai 5 milioni di euro; il 28% ha realizzato una raccolta compresa tra 5 e 10 milioni di euro; il 7% una raccolta compresa tra 10 e 15 milioni di euro; il 22% superiore a 15 milioni di euro. I settori caratterizzati dalla raccolta più elevata sono Finanza (308 milioni di euro), Green (159 milioni di euro), Digital (146 milioni di euro) e Servizi (66 milioni di euro) (Grafico 23).

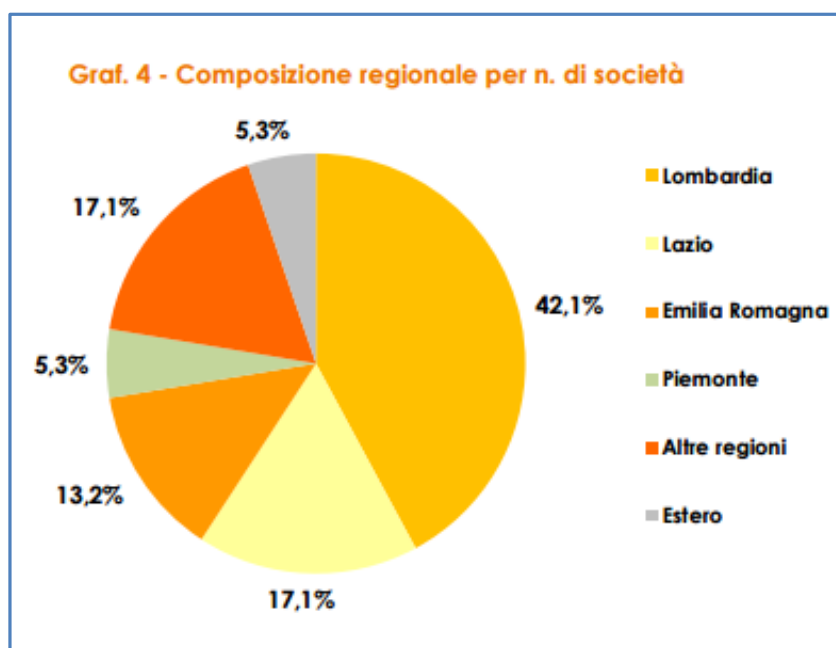
Grafico 23 - Raccolta divisa per settori di appartenenza



Fonte : Osservatorio AIM ITALIA 2016 Luglio

L'analisi geografica evidenzia che le regioni maggiormente rappresentate nel mercato AIM Italia sono quelle del Nord: in particolare, la Lombardia è la regione con il maggior numero di società con il 42.1% , seguita da Lazio (17%), Emilia Romagna (13.2%) e Piemonte (5.3%). In termini di capitalizzazione le stesse rappresentano il 36%, il 15%, il 23% e il 3% del mercato.

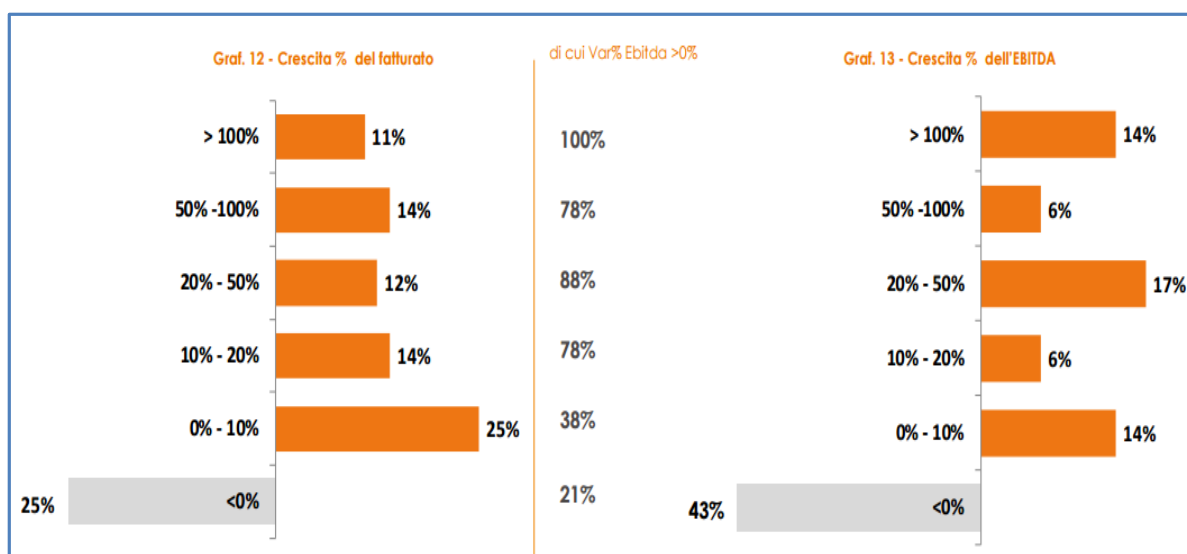
Grafico 24 - Composizione regionale delle società quotate



Fonte : Osservatorio AIM ITALIA 2016 Luglio

A testimonianza del fatto che tale mercato è stato ideato e predisposto per le PMI che perseguono obiettivi di crescita, l'evidenza empirica ci mostra che il 75% delle società AIM Italia ha evidenziato una crescita di ricavi nel 2015: di queste, come emerge dal grafico 25, il 25% delle società ha registrato tassi di crescita fino al 10%, il 14% ha segnato un incremento tra il 10% e il 20%, il 12% tra il 20% e il 50%, il 14% tra il 50% e il 100%, mentre l'11% ha registrato tassi di crescita superiori al 100%. Un'elevata percentuale delle società ha aumentato contestualmente il valore dell'EBITDA: infatti il 57% delle società AIM Italia ha evidenziato una crescita di EBITDA nel 2015: di queste, come emerge dalla sezione destra dallo stesso grafico, il 17% delle società ha registrato tassi di crescita tra il 20% e il 50%, il 6% tra il 50% e il 100%, mentre il 14% ha registrato tassi di crescita superiori al 100%.

Grafico 25 - Crescita percentuale del fatturato e dell'EBITDA

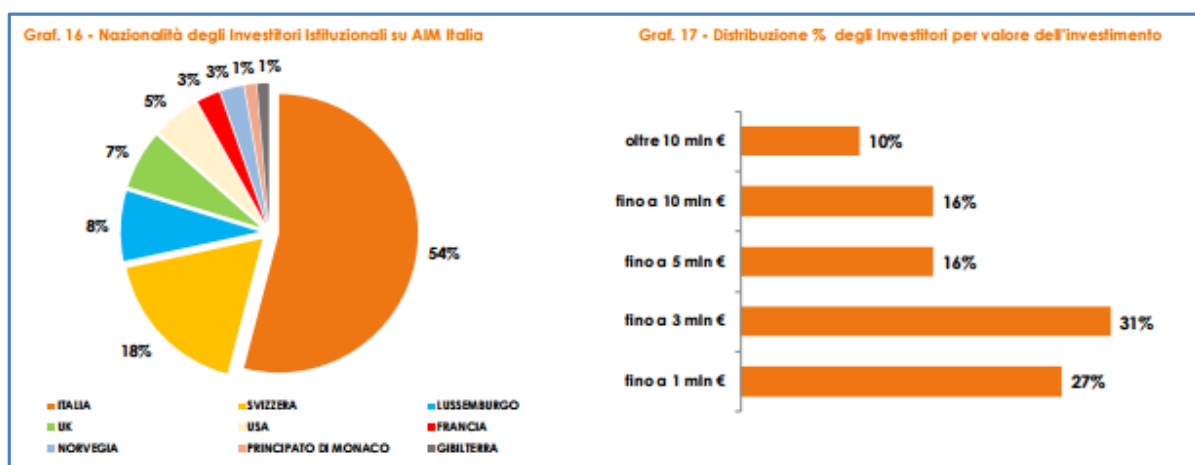


Fonte : Osservatorio AIM ITALIA 2016 Luglio

In estrema sintesi, l'identikit della società quotata presenta una capitalizzazione media pari a 34 milioni di euro, un flottante medio pari al 25% e una raccolta mediana per società pari a 5.3milioni di euro (10.6 milioni di euro il dato medio). Nell'azionariato delle società AIM Italia sono presenti 74 Investitori Istituzionali, di cui 40 italiani (54%) e 34 esteri (46%); rispetto a luglio 2015 si ridimensiona il numero degli investitori (80), ma aumenta il peso degli esteri (40%). In relazione alle caratteristiche dell'investimento complessivo pari a 274 milioni di euro (10,5% della capitalizzazione del mercato): il valore medio dell'investimento complessivo è pari a 3,7 milioni di euro, il valore mediano è pari 2,4 milioni di euro.¹⁶²

¹⁶² Elaborazione dati Top Ir, da Osservatorio AIM ITALIA, Milano, Luglio 2016

Grafico 26 - Nazionalità e distribuzione percentuale investimento degli Investitori Istituzionali su AIM Italia



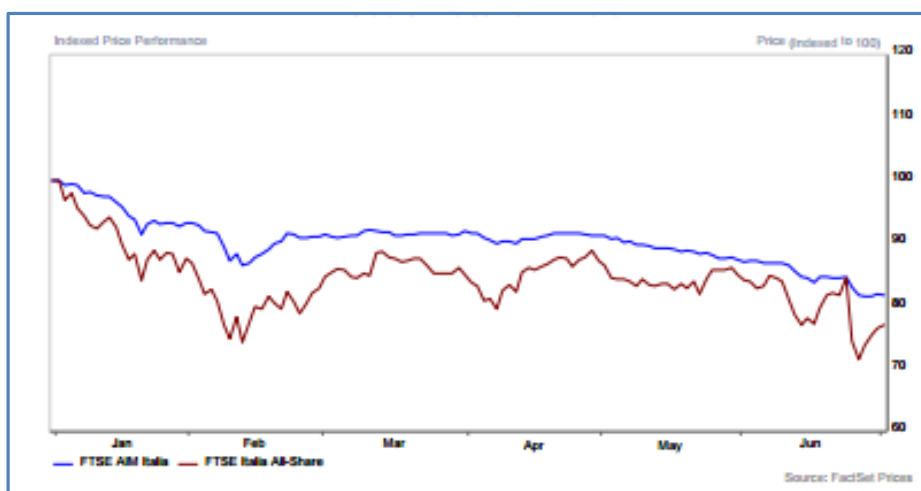
Fonte : Osservatorio AIM ITALIA 2016 Luglio

L'indice FTSE AIM Italia è stato creato nel luglio 2013 per rispondere alle necessità di standardizzazione richieste dagli investitori. Gli indici FTSE sono usati a livello mondiale per il *benchmarking* di portafogli gestiti, la misurazione di performance, l'analisi degli investimenti, la gestione di portafogli e come sottostanti di gestioni passive e *securitised derivatives*¹⁶³. L'indice è costituito da tutte le società negoziate sul mercato AIM Italia, il contributo di ciascun titolo è ponderato sulla base della capitalizzazione del flottante aggiornata trimestralmente. Il flottante è calcolato secondo la metodologia FTSE. Al momento del lancio comprendeva 24 titoli: le nuove società che progressivamente si quotano, entrano a far parte del paniere a partire dal secondo giorno di negoziazione (base aperta). Da inizio 2016 l'indice FTSE AIM Italia ha sovraperformato (+5%) l'indice FTSE All-Share.

Il progressivo incremento del numero di titoli quotati sul mercato AIM Italia, la crescita della capitalizzazione media delle società e il crescente interesse degli investitori stanno contribuendo al miglioramento della liquidità del mercato.

¹⁶³ Elaborazione dati Top Ir pag. 11, da Osservatorio AIM ITALIA , Milano, Luglio 2016

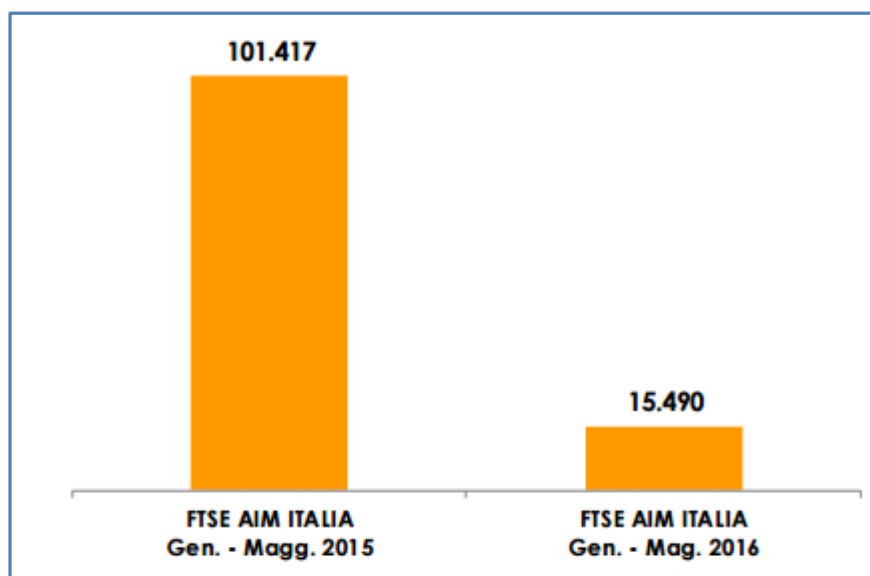
Grafico 27 - Indice FTSE AIM ITALIA



Fonte : Osservatorio AIM ITALIA 2016 Luglio

Nello stesso periodo dell'anno precedente è da sottolineare che il controvalore medio giornaliero nei primi 5 mesi del 2016 si attesta a 15.490 euro rispetto ai 101 mila euro nel primo semestre 2015, risultato che è da ricondurre alla difficile congiuntura economica che sta colpendo l'Italia .

Grafico 28 - Controvalore medio giornaliero



Fonte : Osservatorio AIM ITALIA 2016 Luglio

L'impatto economico dell'AIM Italia, dal 2009 il mercato azionario per la crescita delle PMI, si riassume in 13.000 posti di lavoro, 4,2 miliardi di euro di giro d'affari, oltre 800 milioni di euro di capitale raccolto in IPO, 2,6 miliardi di euro di capitalizzazione al 1 luglio 2016.

AIM Italia ha costituito in questi anni un valido strumento alternativo al canale bancario che ha portato nelle casse delle PMI nuove risorse per oltre 1 miliardo di Euro contribuendo a patrimonializzarle e rafforzarne la crescita. È giudizio unanime che AIM sia un mercato che consente alle PMI di realizzare il proprio potenziale di crescita nell'economia globale di oggi.

Per il futuro delle società quotate sull'AIM , il discorso si baserà sulle sfide che riguardano la crescita dimensionale, la *governance* e le relazioni con gli investitori. Il passaggio da private a pubbliche comporta la necessità di apprendere le logiche di comunicazione e trasparenza fondamentali per ottenere benefici in termini di fiducia degli investitori nel medio e lungo termine.

CAPITOLO 5

IL FINANZIAMENTO DELLE PMI IN EUROPA

5.1. Le PMI in Europa

5.1.1. Aspetti generali

Analizzate quelle che ad oggi sembrano essere le scelte più valide o perlomeno quelle che per gli anni a venire presentano percentuali di crescita interessanti in termini di alternative rispetto al ricorso bancario, è interessante allargare la prospettiva di osservazione anche al di fuori del sistema economico industriale italiano, ossia l'Europa. Le PMI costituiscono infatti, la spina dorsale dell'economia dell'Unione Europea, un fenomeno che si contrappone a quello delle *big factories* americane. Nel 2015, poco meno di 23 milioni di piccole e medie imprese europee hanno generato € 3.9 miliardi di dollari di valore aggiunto e impiegato 90 milioni di persone presentando, per la prima volta dall'avvento della crisi economica, un aumento del 1,5% dell'occupazione (circa 2/3 dell'intera forza lavoro europea).

La stragrande maggioranza delle PMI sono microimprese con meno di 10 dipendenti, le quali rappresentano quasi il 93% di tutte le imprese non finanziarie presenti nel sistema europeo.

Il miglioramento delle prestazioni registrato in tutta Europa riflette le migliori condizioni macroeconomiche del 2015, dovuto per lo più all'aumento della domanda interna, un aumento che ha consentito alle PMI europee di incrementare le percentuali di export verso gli altri Stati Membri; un fenomeno che invece non ha risentito dello stesso eco relativamente alle esportazioni verso paesi extra-UE, che restano ad appannaggio delle grandi imprese trasportatrici. Le imprese che sono cresciute maggiormente in termini di occupazione, circa il 2%, sono quelle che operano nei settori più grandi come, ad esempio, il commercio al dettaglio o il commercio all'ingrosso che insieme rappresentano il 30% del totale dell'occupazione delle PMI europee.

La popolazione di piccole e medie imprese cambia costantemente: è ovvio che ogni stato presenta una situazione a se stante ma in particolare sono le giovani e le piccole imprese a mostrare alti tassi di mortalità. Le start-up sono il vero fattore chiave per l'innovazione e la crescita dinamica dell'economia europea ma le forti barriere all'ingresso e una cultura finanziaria poco progredita ne limitano ancora la crescita. Ciò che emerge dalle statistiche operate dalla BCE, mostra una situazione finanziaria sotto pressione, dove molto spesso le attività vengono sottoposte a recupero crediti da parte dei creditori, fenomeno che scoraggia sempre più gli imprenditori a rischiare nelle loro politiche di investimento.

Approfondendo l'analisi economico finanziaria delle piccole e medie imprese presenti ed operanti sul suolo europeo, e usufruendo del report annuale stilato dalla BCE per il periodo Maggio-Ottobre 2016, si notano dei miglioramenti nella situazione reddituale: un aumento rafforzato del fatturato (+19%) nel secondo quadrimestre, ad esclusione delle PMI in Grecia che persistono in una situazione di deterioramento dei loro conti.

Va segnalato anche un maggiore aumento dei costi (+ 37%) e un aumento del costo del lavoro (+44%). Risultati in linea con il miglioramento della capacità di produrre profitti delle società non finanziarie presenti nell'area dell'euro dove una congiuntura economica debole riflette la limitata capacità delle imprese di trasferire l'aumento dei costi alla produzione in un ambiente di domanda debole.

C'è ancora una significativa divergenza tra i paesi per quanto riguarda le difficoltà di accesso alle fonti esterne di finanziamento: i dati dimostrano che circa il 24% delle piccole e medie imprese in Grecia, il 12% in Irlanda e l'11% in Italia, Portogallo e Paesi Bassi, rispettivamente, hanno espresso difficoltà nell'accesso ai finanziamenti rispetto al 7% delle PMI in Austria, il 7% in Slovacchia e 6% in Germania.

Gli investimenti fissi e nel capitale circolante sono rimasti i due scopi principali per cui le PMI utilizzano le loro risorse, sia di provenienza interna che esterna. Per la quarta volta di fila, piccole e medie imprese hanno confermato un miglioramento, da parte delle banche, nella disponibilità a concedere finanziamenti bancari (sia scoperti che finanziamenti) e a fornire credito a tassi di

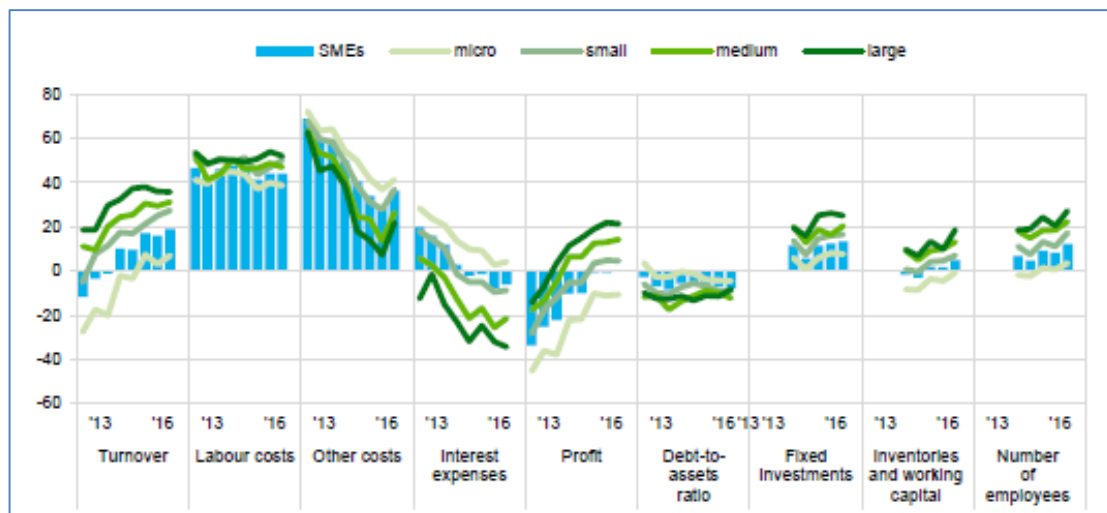
interesse più bassi : per quanto riguarda la concessione i finanziamenti i miglioramenti sono stati registrati in Belgio, Francia, Portogallo, Finlandia e Paesi Bassi. In netto peggioramento la posizione delle PMI greche mentre un miglioramento nella disponibilità degli scoperti bancari è stato registrato in Belgio, Germania, Irlanda, Italia e Slovacchia.

5.2. La situazione finanziaria delle PMI nell'area euro

Approfondendo l'analisi finanziaria delle PMI europee osserviamo che tra aprile e settembre 2016, sostenuta dalla ripresa economica in atto e le condizioni di finanziamento più favorevoli, la situazione economico reddituale presenta spunti di miglioramento. Da segnalare un aumento rafforzato del fatturato (+19% rispetto al 16% del precedente quadrimestre), con le piccole e medie imprese che hanno continuato a segnalare aumenti di fatturato (27% e 31%, dal 25% e 30% precedenti). In tutte le classi dimensionali delle imprese analizzate è stato segnalato un aumento dei costi generali di produzione (+37%, dal 29%). I profitti permangono stabili (0% dal -1%) anche se le micro imprese continuano a rimanere in territorio negativo (valore invariato a -11%) (Grafico 29). ¹⁶⁴

¹⁶⁴ P. MULLER , S. DEVNANI ,J. JULIUS , D. GAGLIARDI , C. MARZOCCHI, *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, PAG. 12, Commissione Europea, Bruxelles, 2016.

Grafico 29 - Cambiamenti del Profitto e Debito delle PMI europee divise per dimensioni



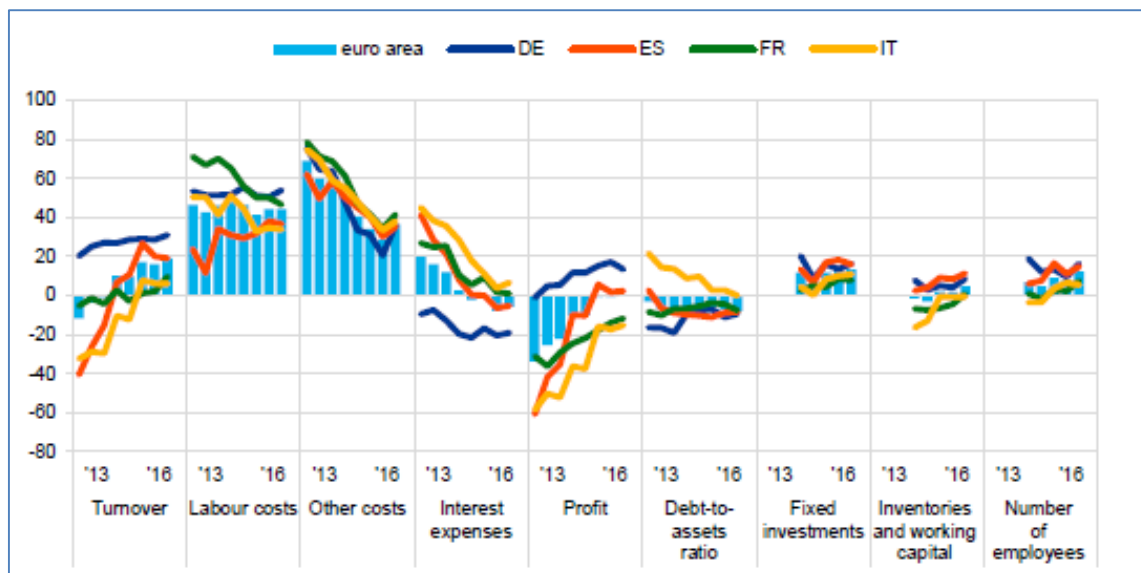
Fonte: *Annual Report European SMEs*, BCE, 2016

Il *deleveraging* è in fase di progressione mentre il rapporto debito-patrimonio complessivo va diminuendo all'-8% da -7%¹⁶⁵. Per quanto riguarda gli interessi passivi le PMI hanno registrato una riduzione di due punti percentuali, con un valore che si è arrestato al 6%. Le grandi imprese invece hanno continuato a indicare cali netti marcate oneri finanziari (-34%, da -32%). Fra tutti i paesi dell'area dell'euro, l'aumento migliore del fatturato è stato registrato dalle PMI tedesche (31% dal 29%) e francesi (10% dal 2%), mentre un aumento stabile del fatturato è stato segnalato da piccole e medie imprese italiane e un miglioramento leggermente minore da parte delle PMI spagnoli. Tra gli altri paesi della zona euro, le PMI di Paesi Bassi, Irlanda, Portogallo e Finlandia hanno riportato aumenti nel loro fatturato mentre le PMI greche segnalano un peggioramento della loro fatturato, anche se nettamente inferiore a quello della segnalazione precedente (un -4%, dal -20%). Per quanto riguarda il profitto, le dinamiche registrate presentano risultati misti: in termini netti, le PMI nei Paesi Bassi

¹⁶⁵ Il quoziente di indebitamento è il rapporto tra debiti finanziari netti e il patrimonio netto relativo all'ultimo bilancio disponibile. Esprime il rapporto tra i debiti su cui si pagano gli interessi e il patrimonio netto dell'azienda. Viene utilizzato per verificare il grado di dipendenza dell'impresa da fonti finanziarie esterne. Secondo gli analisti, il rapporto dovrebbe essere al massimo pari a 1, pena la perdita dell'autonomia economica e gestionale per i diritti vantati da terzi sull'impresa. Quanto più alto è il suo valore tanto meno equilibrata è giudicata la struttura finanziaria. Nel caso il rapporto debt/equity sia basso significa che la struttura finanziaria è probabilmente equilibrata. – Fonte : sito Sole 24Ore

(+25%), Irlanda (+17%), Germania (+13%), Austria (+12%) e Finlandia (+8%) hanno riportato aumenti considerevoli dei loro profitti. (Grafico 30)¹⁶⁶

Grafico 30 - Elementi di variazioni del profitto per le PMI europee



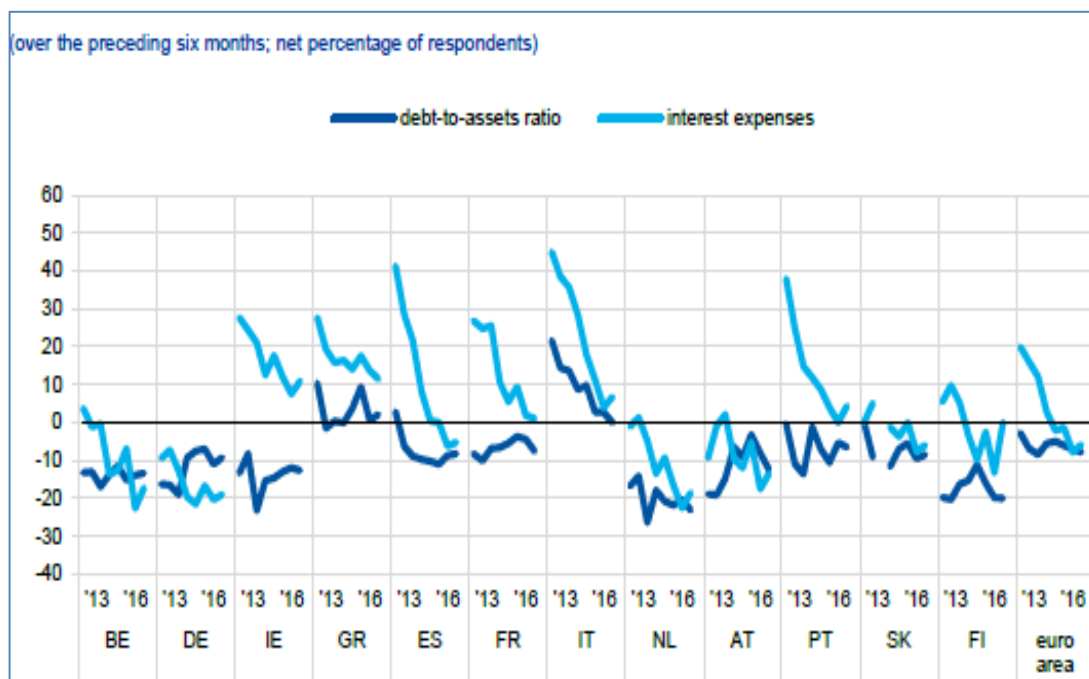
Fonte: *Annual Report European SMEs*, BCE, 2016

Tuttavia, in Germania il numero di imprese che hanno segnalato un aumento dei profitti è sceso in termini netti (al 13%, dal 17%), mentre in Finlandia è aumentato (l'8%, dal 1%). Al contrario, le PMI in Grecia (-42%), Italia (-15%), Francia (-12%) e in Belgio (-6%) hanno continuato a indicare la riduzione dei loro profitti. In generale le PMI nella maggior parte dei paesi hanno registrato un declino nel loro rapporto debito-patrimonio ad eccezione del greco piccole e medie imprese, che ha continuato a segnalare piccoli aumenti (2%), e le PMI italiane, che non hanno segnalato alcun cambiamento specifico.¹⁶⁷

¹⁶⁶ P. MULLER, S. DEVNANI, J. JULIUS, D. GAGLIARDI, C. MARZOCCHI, *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, PAG. 8, Commissione Europea, Bruxelles, 2016.

¹⁶⁷ P. MULLER, S. DEVNANI, J. JULIUS, D. GAGLIARDI, C. MARZOCCHI, *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, PAG. 10, Commissione Europea, Bruxelles, 2016.

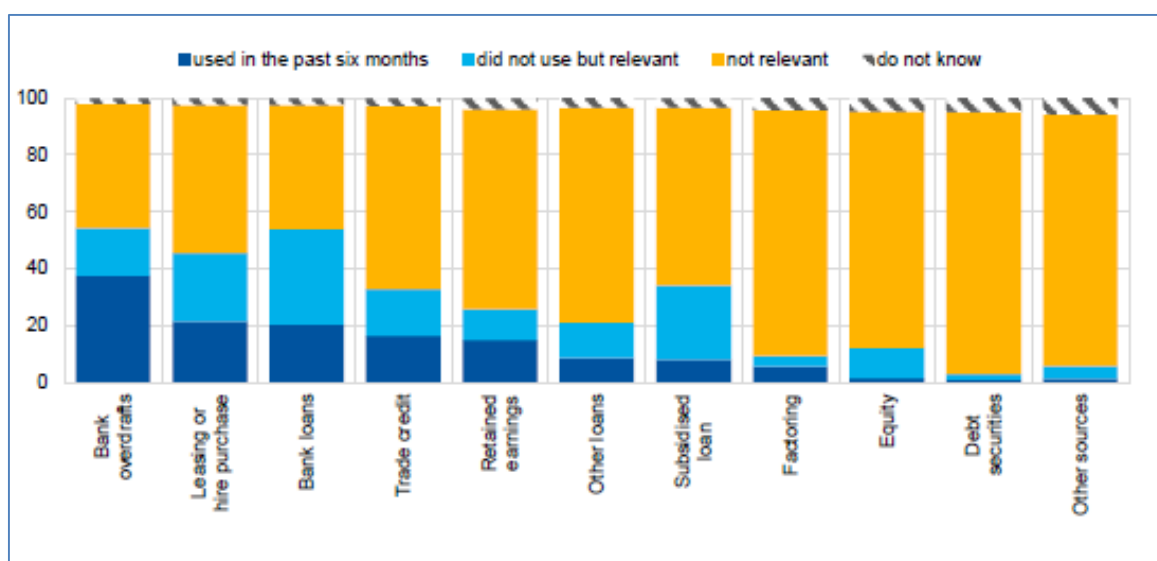
Grafico 31 - Cambiamenti nel rapporto debt/equity e costo interesse per le PMI europee



Fonte: *Annual Report European SMEs*, BCE, 2016

Il ricorso al canale bancario è rimasta la fonte di finanziamento più rilevante per le PMI nei confronti con le altre fonti di finanziamento. Nel periodo da aprile a settembre 2016, il 54% delle PMI ha usufruito di prestiti bancari e una percentuale simile ha indicato anche lo scoperto bancario come strumento preferito a cui si fa usualmente ricorso. Il leasing e il credito commerciale sono stati rilevanti per il 45% e il 33% delle piccole e medie imprese, rispettivamente. Inoltre, il 34% delle PMI ha segnalato che sovvenzioni e prestiti agevolati concessi grazie alle garanzie concesse da fonti pubbliche sono stati rilevanti per il loro finanziamento. L'autofinanziamento ha svolto un ruolo importante per il 26% delle piccole e medie imprese. Altri prestiti, riconducibili a società collegate, sono stati importanti fonti di finanziamento per il 21% delle imprese. *Equity* (12%) emissioni di titoli di debito (3%), così come il *factoring* (9%), sono stati segnalati come strumenti di finanziamento molto meno rilevanti. (Grafico 32)

Grafico 32 - Struttura finanziaria delle PMI europee

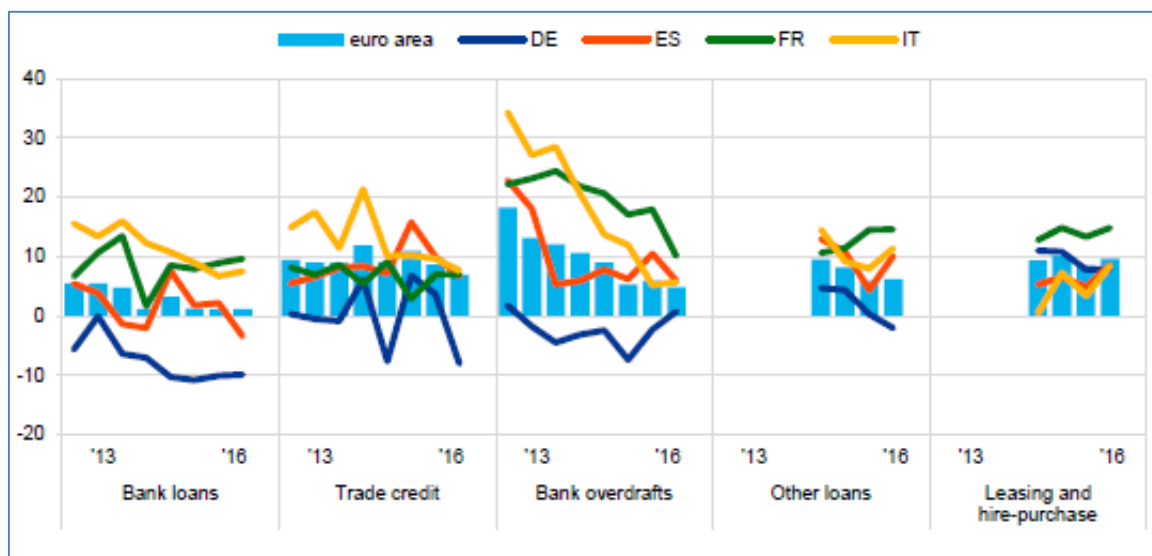


Fonte: *Annual Report European SMEs* , BCE , 2016

In Francia e in Italia le PMI hanno continuato a registrare un aumento del fabbisogno di prestiti e scoperti bancari, mentre per le imprese spagnole la richiesta di prestiti bancari è svoltata in territorio negativo diventato negativo mentre il ricorso a scoperti di conto corrente è aumentato a un ritmo più lento. Le PMI tedesche hanno ridotto le necessità di prestiti bancari (-10%), mentre per la prima volta dopo la prima metà del 2013 hanno segnalato un aumento marginale della domanda di scoperti di conto corrente (+1%).¹⁶⁸ (Grafico 33)

¹⁶⁸ P. MULLER , S. DEVNANI ,J. JULIUS , D. GAGLIARDI , C. MARZOCCHI, *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, PAG. 12, Commissione Europea, Bruxelles, 2016.

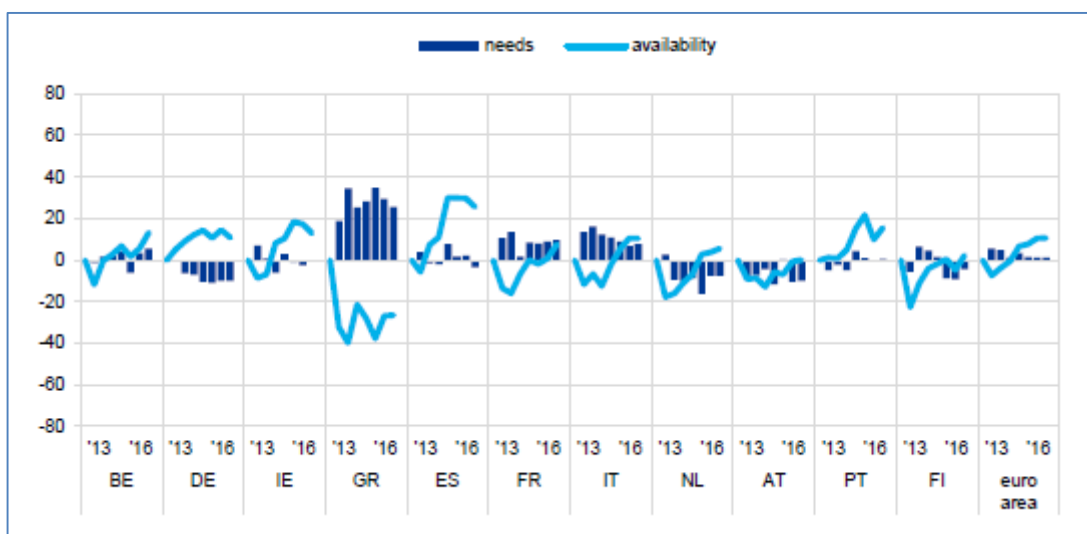
Grafico 33 - Variazioni nel ricorso ai finanziamenti esterni delle PMI europee



Fonte: *Annual Report European SMEs*, BCE, 2016

In generale quindi: la domanda di prestiti bancari è passato da positivo a negativo in Germania (-8%, dal 4%) e Belgio (-3%, da 7%), e da negativo a positivo in Austria e Slovacchia (10%, da -2% in entrambi i paesi). Il ricorso all'*equity* come fonte di finanziamento alternativa è risultata negativa per le imprese italiane, mentre in Grecia sono state segnalate percentuali in crescita nel fabbisogno di prestiti bancari (26%), conti correnti bancari (24%), i crediti commerciali (30%), altri prestiti (25%) e il patrimonio netto (15%). (Grafico 34)

Grafico 34 - Variazioni rapporto disponibilità e bisogno prestiti bancari

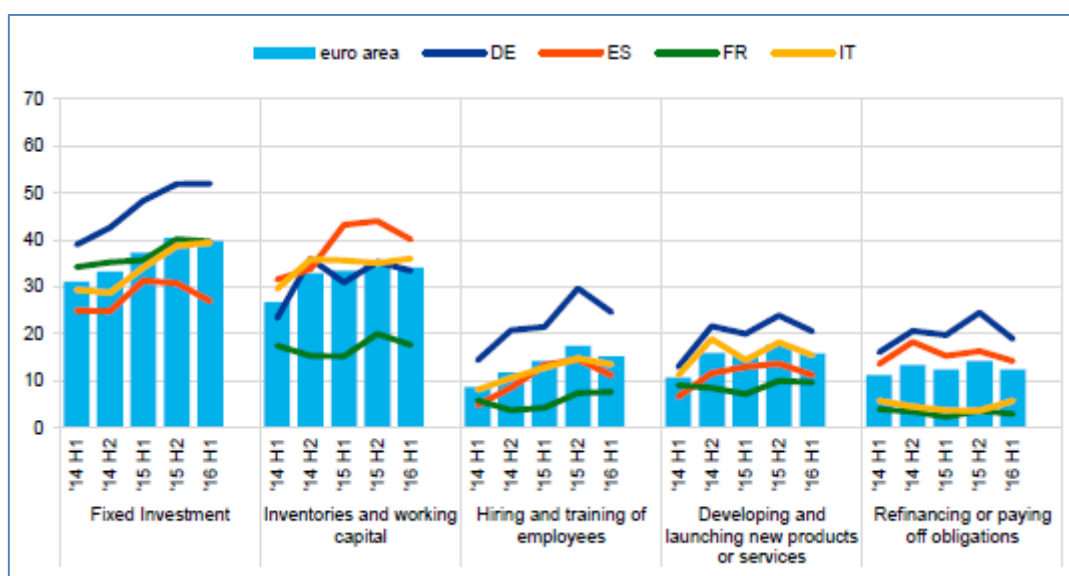


Fonte: *Annual Report European SMEs*, BCE, 2016

Le PMI analizzate hanno dimostrato di usare le risorse raccolte nel 40% dei casi per gli investimenti fissi e nel 34% per acquisto di scorte e capitale circolante, mentre per acquisto nuovi prodotti il 16%, oppure assunzione di dipendenti (15% dei casi) e il rifinanziamento delle obbligazioni (12%)¹⁶⁹. Rispetto alle piccole e medie imprese, molto più elevate sono state le percentuali registrate dalle grandi imprese che hanno investito i finanziamenti in investimenti fissi (61% dei casi) e nel capitale circolante (43%). Un'analisi paese per paese dimostra che il 52% delle imprese tedesche, il 40% di quelle francesi e il 39% delle italiane hanno identificato gli investimenti fissi come lo scopo principale delle loro esigenze di finanziamento, seguiti rispettivamente da scorte e capitale circolante (33%, 18% e 36%,). Per le imprese spagnole, il finanziamento è stato usato più per finanziare scorte e capitale circolante (40%) rispetto agli investimenti in immobili, impianti e macchinari (27%). (Grafico 35)

¹⁶⁹ P. MULLER, S. DEVNANI, J. JULIUS, D. GAGLIARDI, C. MARZOCCHI, *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, PAG. 14, Commissione Europea, Bruxelles, 2016.

Grafico 35 - Utilizzo finanziamenti per le PMI europee

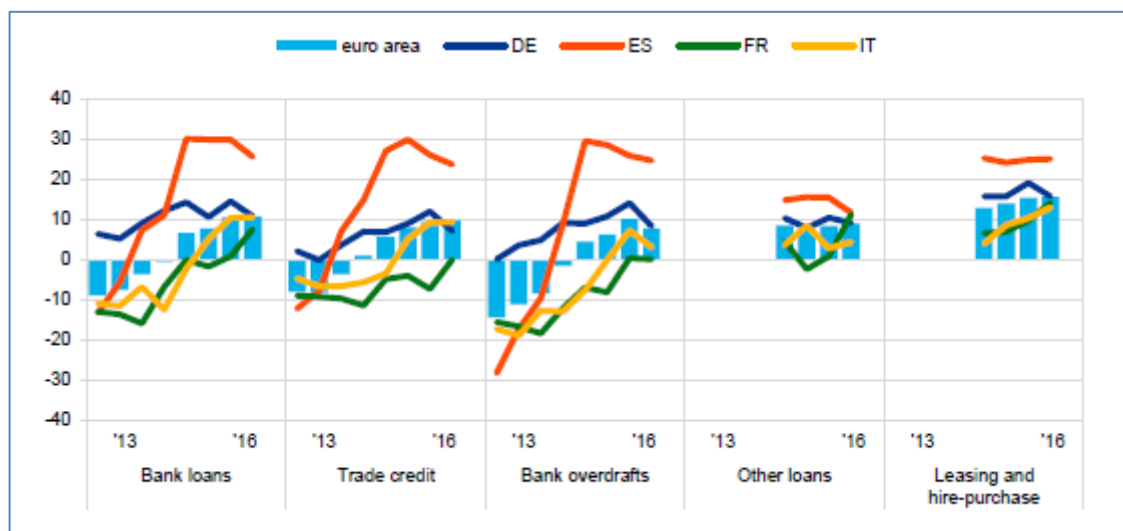


Fonte: *Annual Report European SMEs* , BCE , 2016

Per quanto riguarda la disponibilità di prestiti bancari, miglioramenti sono stati registrati da piccole (14%, dal 13%) e medie imprese (23%, dal 22%), mentre le micro-imprese hanno continuato a segnalare un miglioramento marginale (invariato all'1%). I miglioramenti riportati nella disponibilità di scoperti bancari sono stati di due punti base (11%, dal 13%) per le piccole mentre le medie imprese sono passate al 17% dal 18%.¹⁷⁰ Per quanto riguarda le altre fonti di finanziamento esterno, le PMI hanno segnalato un leggero miglioramento della disponibilità di leasing per acquisti o noleggi (16%), concessione di altri prestiti (9%) e *equity* (6%).

¹⁷⁰ P. MULLER , S. DEVNANI ,J. JULIUS , D. GAGLIARDI , C. MARZOCCHI, *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, PAG. 18, Commissione Europea, Bruxelles, 2016.

Grafico 36 - Variazioni nelle disponibilità a concedere finanziamenti per PMI divise per Paese

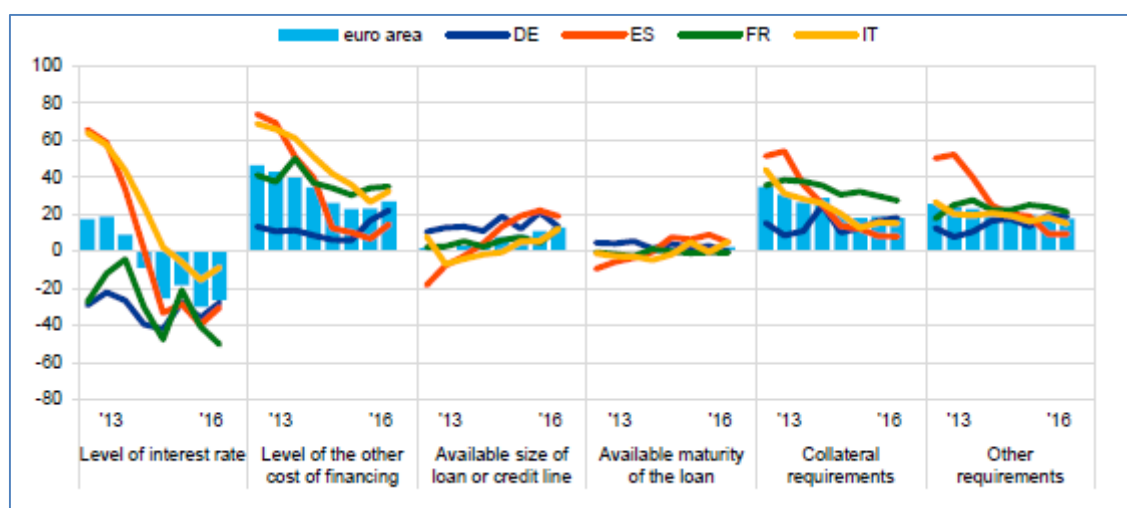


Fonte: *Annual Report European SMEs*, BCE, 2016

Terminiamo la nostra analisi finanziaria delle PMI europee, basata sui dati del rapporto annuale emesso dalla BCE occupandoci del tasso di interesse. Ben il 50% delle PMI in Francia (rispetto al 40% nel precedente report) ha segnalato un decremento più ampio dei tassi di interesse, mentre riduzioni meno negative, ma comunque significative sono state registrate dalle PMI in Germania (-28% , dal -36%), Spagna (-30%, dal -40%) e in Italia (-9%, dal -15%)¹⁷¹ . Soffermandoci sugli indicatori che determinano le condizioni e i termini del prezzo pagato in tassi di interesse si osserva che le PMI nei quattro paesi più grandi hanno segnalato un aumento della *maturity* in Italia e Spagna, mentre in Germania permane un flusso stabile e una diminuzione marginale si registra in Francia. Rispetto alla precedente rilevazione, un numero maggiore di piccole e medie imprese nei paesi di grandi dimensioni hanno segnalato un aumento nei costi di finanziamento, tra i quali figurano tasse, spese e commissioni.

¹⁷¹ P. MULLER , S. DEVNANI ,J. JULIUS , D. GAGLIARDI , C. MARZOCCHI, *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, PAG. 26, Commissione Europea, Bruxelles, 2016.

Grafico 37 - Analisi e variazioni costi di finanziamento

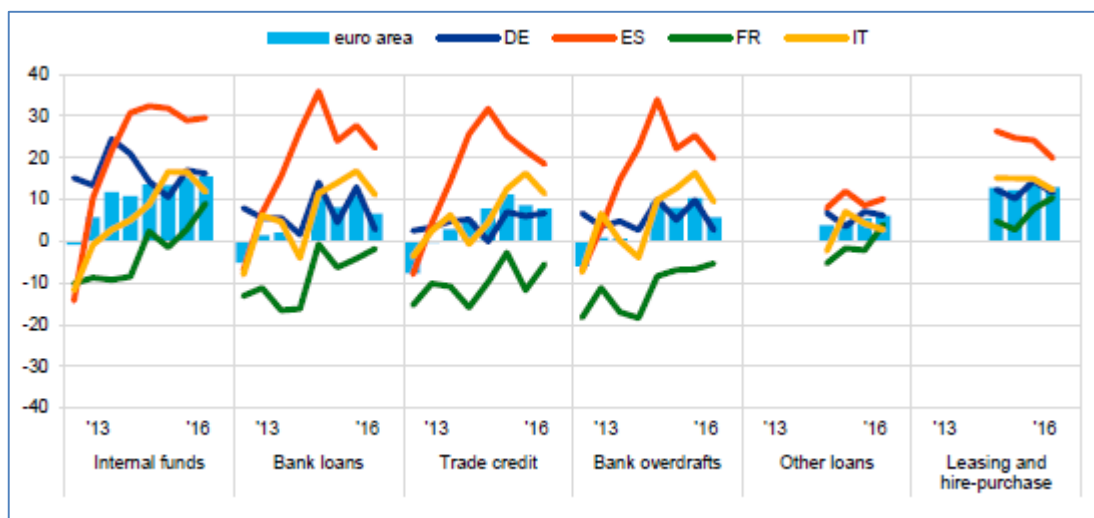


Fonte: *Annual Report European SMEs* , BCE , 2016

Per il futuro si nota in tutti i Paesi un cauto ottimismo nella disponibilità di concedere finanziamenti. Aspettative positive sono state riportate dalle PMI in Spagna (22%, dal 28%), Slovacchia (19%, dal 38%), Irlanda (16%, da 30%), Italia (11%, dal 17%), Germania (3%, dal 13%) e Portogallo (1%, dal 11%)¹⁷². Nel complesso, tra i paesi dell'area dell'euro, le imprese in Spagna, Italia, Germania, Irlanda e Slovacchia hanno continuato a segnalare aspettative ottimistiche circa la disponibilità ad ottenere fonti di finanziamento esterno. Le prospettive per le PMI in Francia rimangono negative per il credito commerciale e gli scoperti di conto corrente, ma tornano positive per la concessione di altri tipi di prestiti e al concessione di leasing o noleggio su acquisto prodotti. In Grecia le imprese segnalano aspettative pessimistiche per quanto riguarda la disponibilità di maggiori finanziamenti anche se un meno negative rispetto all'analisi del periodo precedente. Rimangono stabili e positive le aspettative sulla concessioni di prestiti per operazioni di leasing e noleggio. (Grafico 38)

¹⁷² P. MULLER , S. DEVNANI ,J. JULIUS , D. GAGLIARDI , C. MARZOCCHI, *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, PAG. 40, Commissione Europea, Bruxelles, 2016.

Grafico 38 - Cambiamento delle aspettative sulle disponibilità finanziarie delle PMI europee



Fonte: *Annual Report European SMEs* , BCE , 2016

5.3. I mercati azionari per le PMI in Europa

5.3.1. AIM UK

Oltre al mercato *AIM-MAC*, le piccole e medio imprese hanno la possibilità di collocarsi anche su altri mercati europei, nati tutti sull'esempio del più famoso nonché importante *AIM UK*. Ad oggi quelli che risultano essere in competizione per grandezza sono essenzialmente 5: *AIM UK* per la Gran Bretagna, *EnterNext* per il gruppo *EURONEXT* che unisce le sedi finanziarie di Parigi, Lisbona, Bruxelles e Amsterdam, *ENTRY STAGE* di *DEUTSCHE BOURSE* per quanto riguarda il mercato tedesco e infine *AIM-MAC* per l'Italia.

AIM UK (ex *Alternative Investment Market*) è un sotto-mercato della Borsa di Londra che è stato lanciato il 19 giugno 1995. Concede alle imprese più piccole di quotarsi con un sistema normativo più flessibile di quanto non sia applicabile al mercato principale .

AIM è il mercato la crescita di maggior successo del mondo e le società quotate su di esso beneficiano essere al cuore della comunità finanza globale avendo i loro titoli quotati e scambiati a Londra. Una vasta gamma di attività, tra cui fase

iniziale, il capitale di rischio sostenuto così come le aziende più consolidate unirsi *AIM* che cercano l'accesso al capitale di crescita e l'opportunità di aumentare il loro profilo. Dal suo lancio nel 1995, più di 3000 aziende hanno aderito *AIM*, movimentando più di £60 miliardi tra raccolta fondi e investimenti di capitale. Le aziende che aderiscono *AIM* ottengono una vasta gamma di vantaggi, tra cui:

- L'accesso alla più vasta e più liquida piazza finanziaria capace di soddisfare le potenzialità di crescita e sviluppo delle aziende stesse.
- Promozione dell'immagine e del marchio dell'azienda a livello internazionale
- Un sistema flessibile e reattivo del regolamento orientato alle esigenze delle *small e mid-sized caps*.

Per partecipare *AIM*, le aziende non sono tenute ad avere una particolare esperienza finanziaria o una *trading history* particolare, ma possono usufruire del regime normativo maggiormente elastico progettato specificamente per le aziende più piccole, offrendo opportunità sia per le aziende che per gli investitori.. *AIM UK* accoglie le aziende più piccole provenienti da tutto il mondo e in diversi stadi di offrendo la possibilità di posizionarsi su una delle piazze finanziarie più importanti del mondo. Attualmente conta oltre 500 aziende, la maggior parte delle quali operano al di fuori del Regno Unito in oltre 100 paesi. Questa forte rappresentanza internazionale riflette il fatto che *AIM* è un mercato pubblico ideale per la mire espansionistiche di aziende internazionali che cercano di espandere e aumentare il loro profilo globale. Il successo di *AIM* come il principale mercato di crescita globale è imputabile alla Comunità *AIM*, che comprende una vasta gamma di operatori di mercato

5.3.1.1. I soggetti coinvolti

AIM comporta l'intervento di un multiplo di soggetti che vanno dal *Nominated Advisers (NomAds)*, agli avvocati, commercialisti e broker. Per operare e quotarsi sul mercato *AIM UK*, le aziende così come quello italiano, hanno

bisogno di dotarsi di un *Nominated Advisers*, ossia un consulente aziendale finanziario, approvato dalla Borsa ad operare in queste condizioni. Il *NomAd* svolge un ruolo chiave al momento della quotazione perché deve: valutare l'adeguatezza complessiva della società e l'idoneità per *AIM*; assisterla durante tutto il processo di flottazione; contribuire a soddisfare i suoi obblighi continui anche dopo la quotazione, massimizzare i benefici della sua quotazione su *AIM* e affrontare le problematiche inerenti al mercato.

Inoltre ogni azienda, quotata su *AIM*, deve dotarsi di un *broker*, che sia un membro del *London Stock Exchange*, e che agisca come *specialist* assumendosi la responsabilità nell'agevolare e promuovere la liquidità delle azioni della società sul mercato. Molto spesso coincidono *NomAd* e *broker*.

Le aziende su *AIM* sono supportate anche da una vasta rete di consulenti specialisti di mercato che contribuiscono al continuo successo e all'integrità del mercato. Tali specialisti sono avvocati, commercialisti, *public relation manager*, i quali svolgono un ruolo fondamentale per sostenere le aziende che cercano di unirsi *AIM* e quelle già presenti sul mercato.

AIM comporta l'intervento di un multiplo di soggetti che vanno dal *Nominated Advisers* (*NomAds*), agli avvocati, commercialisti e broker. Per operare e quotarsi sul mercato *AIM UK*, le aziende così come quello italiano, hanno bisogno di dotarsi di un *Nominated Advisers*, ossia un consulente aziendale finanziario, approvato dalla Borsa ad operare in queste condizioni. Il *NomAd* svolge un ruolo chiave al momento della quotazione perché deve: valutare l'adeguatezza complessiva della società e l'idoneità per *AIM*; assisterla durante tutto il processo di flottazione; contribuire a soddisfare i suoi obblighi continui anche dopo la quotazione, massimizzare i benefici della sua quotazione su *AIM* e affrontare le problematiche inerenti al mercato.

Inoltre ogni azienda, quotata su *AIM*, deve dotarsi di un *broker*, che sia un membro del *London Stock Exchange*, e che agisca come *specialist* assumendosi la responsabilità nell'agevolare e promuovere la liquidità delle azioni della società sul mercato. Molto spesso coincidono *NomAd* e *broker*.

Le aziende su *AIM* sono supportate anche da una vasta rete di consulenti specialisti di mercato che contribuiscono al continuo successo e all'integrità del mercato. Tali specialisti sono avvocati, commercialisti, *public relation manager*, i quali svolgono un ruolo fondamentale per sostenere le aziende che cercano di unirsi *AIM* e quelle già presenti sul mercato.

5.3.1.2. Documentazione per l'ammissione ad AIM UK

Il documento di ammissione è il documento principale e deve contenere e soddisfare i requisiti specifici richiesti da *AIM UK*. Il documento copre quattro aree principali:

- Presentazione dell'attività.
- I rischi associati con l'azienda e la sua attività.
- Informazioni finanziarie, legali con una descrizione delle proprietà intellettuali detenute, i contratti lavorativi e quelli rilevanti.

Il documento è vitale poiché costituisce il nucleo di presentazione dell'azienda all' investitore. Va valutato anche dal *NomAd* che deve stabilire la buona presentazione anche nei confronti degli investitori. Tutte le informazioni contenute nel documento di ammissione sono verificate attraverso l'aiuto dei consulenti e con incontri e valutazioni di combina con gli organi di gestione e amministrazione. Questa è una parte vitale del processo di realizzazione del documento di ammissione.

Nel documento di ammissione va anche aggiunto un documento che indichi l'entità del capitale circolante e sottoscritta dagli amministratori la capacità di tale valore di sostenere le esigenze di cassa prospettiche dell'azienda per un periodo massimo di sei mesi. Sempre nel documento di ammissione , nella sezione finanziaria vanno riportati i valori di bilancio riclassificati degli ultimi tre anni ed espressi secondo i principi contabili internazionali.

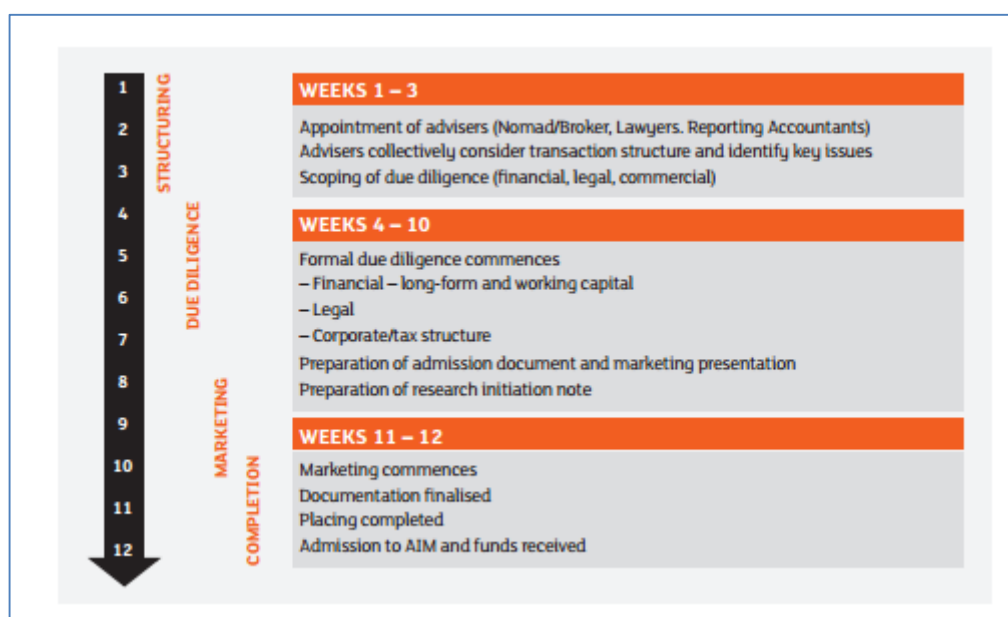
Il documento di ammissione è il documento principale e deve contenere e soddisfare i requisiti specifici richiesti da *AIM UK*. Il documento copre quattro aree principali:

- Presentazione dell'attività.
- I rischi associati con l'azienda e la sua attività.
- Informazioni finanziarie, legali con una descrizione delle proprietà intellettuali detenute, i contratti lavorativi e quelli rilevanti.

Il processo di quotazione dura all'incirca 12 settimane ed è diviso nel seguente modo:

- Settimana 1 -3 : Viene effettuata la nomina dei consulenti (*NomAd* , Broker, avvocati, reporting *Accountants*).I consulenti valutano collettivamente la strutturazione e fattibilità dell'operazione e identificano gli elementi chiave di debolezza e forza. Viene valutato l'avvio della *due diligence* (finanziaria, legale, commerciale).
- Settimana 4-10 : Viene effettuata la *due diligence* fiscale , finanziaria e commerciale; inizia la preparazione del documento di ammissione e del piano di marketing.
- Settimana 11-12 : Promozione, completamento e consegna documentazione, completamento strutturazione operazione, ammissione e quotazione.

Tabella 9 - Analisi e variazioni costi di finanziamento



Fonte: LSE Group Aim Presentation Paper , LSE Group, Londra

5.3.1.3. AIM UK oggi

Partendo dalle 10 aziende quotate nel 1995 , oggi sono ben 1104 le aziende quotate sul *AIM UK* con ben 24 listing solo nel 2015. Nel 1995 il valore totale delle azioni era di 82.2 milioni di sterline, oggi le azioni quotate valgono 72611 milioni. In più di 20 anni sono stati piazzati 54 milioni di ordini e ben 91 miliardi raccolti tramite quotazioni o emissioni secondarie. La maggior parte delle aziende opera nel settore chimico o farmaceutico ma anche in quello tecnologico, infatti oggi *AIM UK* è considerato un vero e proprio laboratorio di prova per le imprese ad alto contenuto tecnologico.

Figura 8 - Distribuzione geografica delle aziende quotate in AIM UK

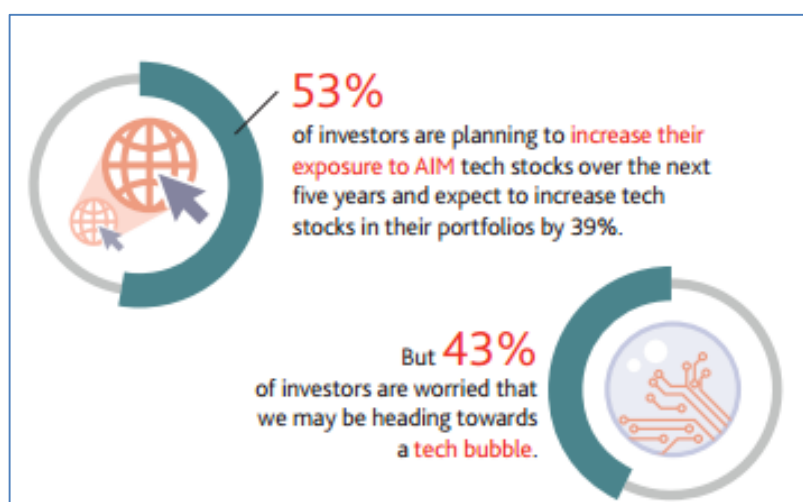


Fonte: LSE Group Aim Presentation Paper , LSE Group, Londra

Geograficamente come si può osservare dalla figura 8 le imprese che si sono quotate su *AIM UK* provengono per lo più dall'Inghilterra, ma per il resto si distribuiscono equamente in tutto il mondo e ciò da ancora più validità alla tesi che il mercato britannico per le PMI è un vero polo attraente nel quale si possono realizzare grandi profitti e accrescere il valore della propria azienda. Per l'*equity value* la maggior parte delle imprese rientra tra i 10 e i 120 milioni di capitalizzazione.

Le prospettive degli investitori su *AIM UK* sono positive e propendono per un aumento dell'esposizione verso i titoli ad alto contenuto tecnologico, ma allo stesso tempo si avverte la paura e la presenza di un bolla speculativa su questo tipo di titoli pronta a esplodere nei prossimi mesi.

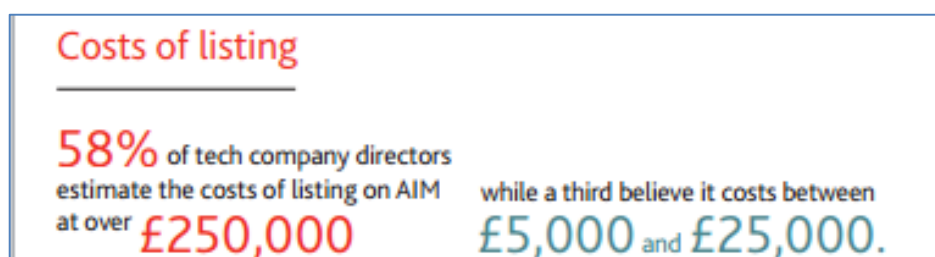
Figura 9 - Prospettive di investimento su AIM UK



Fonte: LSE Group Aim Presentation Paper , LSE Group, Londra

Per quanto riguarda i costi di quotazioni, in media è stato rilevato che il costo medio si aggira intorno alle 250.000 sterline inteso come costo di quotazione, mentre per le imprese più piccole il costo varia tra le 5000 e le 25000 sterline. Il costo dipende da tanti fattori ma soprattutto dall'entità del lavoro dei consulenti legali e economici. A questo va aggiunto la *fee* annuale di 5000 sterline richiesta dalla società che gestisce il mercato.

Figura 10 - Costi di quotazione su AIM UK



Fonte: LSE Group Aim Presentation Paper , LSE Group, Londra

5.3.2. ENTERNEXT

Fondata nel 2013 *EnterNext* fa parte del gruppo *EURONEXT*, ed è un mercato progettato per supportare small e *mid cap*, aiutandoli a trovare la soluzione di finanziamento più adatta e fare un uso migliore della Borsa. Il team pan-europeo

dedicato *EnterNext* riunisce iniziative per le società con capitalizzazione di mercato sotto 1 miliardo di €. Il team è anche attivamente impegnata nella promozione del mercato agli investitori e unire le parti interessate, gli intermediari e consulenti a formare un mercato che aiuta contribuire alla crescita delle piccole e medie imprese.

EnterNext riunisce tutti i servizi di Euronext che promuovono la crescita delle piccole e medie imprese, contribuendo a finanziare la crescita di oltre 700 aziende. Nel solo 2014 si contano ben 256 operazioni di raccolte di fondi per un totale di 9 miliardi di euro di capitale raccolto. Per raggiungere gli obiettivi fissati al suo lancio, *EnterNext* ha implementato nei quattro paesi un piano d'azione basato su tre aree principali:

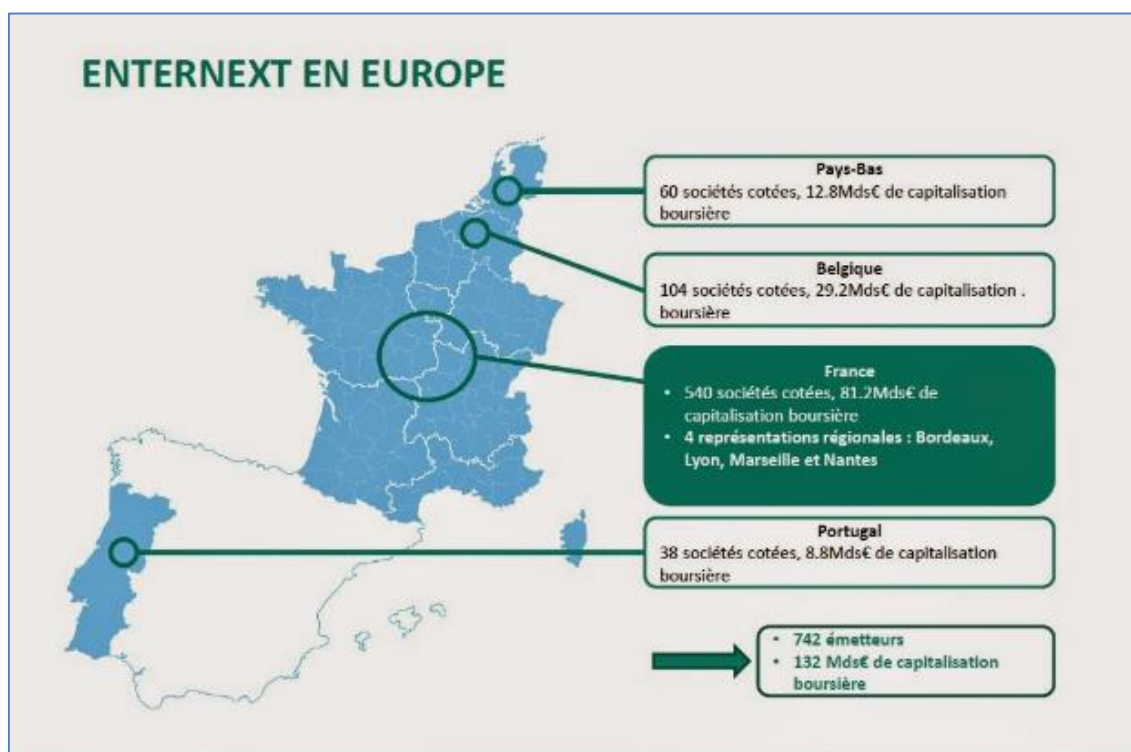
- Sviluppare e mantenere stretti rapporti con le PMI, quotati o non quotate, e promuovere il mercato come una soluzione di finanziamento.
- Collegare gli investitori con le aziende per mantenere la liquidità nei mercati.
- Incentivare gli intermediari finanziari e l'intero ecosistema allo stimolo economico e al finanziamento delle PMI.

EnterNext mira a contribuire attivamente alle PMI l'accesso ai mercati finanziari per il loro finanziamento e la loro crescita, sia a livello regionale, nazionale che paneuropeo. *EnterNext* vuole unire tutti gli attori che assistono le imprese, intermediari, analisti finanziari, investitori, tavole, in modo da formare un mercato creando un vero e proprio slancio per questo segmento. Per soddisfare le esigenze di delle PMI attraverso un rapporto stretto, *EnterNext* ha uffici a Bordeaux, Lione, Marsiglia e Nantes. Belgio, Paesi Bassi e Portogallo ricevono anche risorse dedicate ai rapporti con ETI-manager di PMI e investitori a livello locale.

Le imprese che si sono quotate fanno parte maggiormente del settore manifatturiero (19%) , di quello sanitario (22%) e di quello dei servizi offerti alla collettività (9%). Mentre per quanto riguarda la capitalizzazione di mercato ben il

50% si colloca nella taglia 50-250 milioni di euro, mentre il restante 40% nel range 0-10 milioni di euro. La provenienza geografica delle imprese dimostra un posizionamento maggiore nei confini francesi, seguiti dal Belgio e Paesi Bassi con fanalino di coda il Portogallo.

Figura 11 - Posizionamento geografico aziende quotate su *EnterNext*



Fonte: EnterNext en Europe – report di presentazione – anno 2014

5.3.2.1. *Informativa al pubblico*

EnterNext richiede alle imprese che si quotano una serie di obblighi e adempimenti :

- Adottare misure appropriate per dimensioni e organizzazione della società per proteggere i privilegi e limitare il numero di persone che hanno accesso alle informazioni riservate.
- Definire e pubblicare sul sito web della società un calendario delle comunicazioni finanziarie specificando le date delle pubblicazioni periodiche.
- Vietare o regolamentare alcune operazioni.

- Emanare un codice etico di comportamento dei dirigenti.

Le informazioni annuali da emanare e rendere pubbliche sono

- Una relazione annuale 4 mesi dalla chiusura dell'esercizio.
- Bilancio d'esercizio (consolidato se presente)
- Report di gestione e relazione del Collegio Sindacale sul bilancio annuale.
- Entro quattro mesi dalla fine del secondo trimestre, una relazione intermedia.
- Operazioni sul capitale di rischio, numero e nome degli azionisti e detentori di partecipazioni di maggioranza ed ogni loro variazione.
- Strutturazione e regolamento dell'operazione di quotazione.

5.3.2.2. Documentazione per l'ammissione

Vanno trasmessi ad *EnterNext*:

- Tutte le informazioni che potrebbe avere un influenza sull'andamento dei prezzi.
- Il prospetto informativo che verrà presentato agli azionisti.
- Le informazioni relative al contratto di liquidità.
- Le informazioni relative al numero di azioni e diritti di voto.
- Eventuali azioni o programmi di riacquisto di azioni proprie

Va comunicato ad *Euronext*, tramite il sito web della società di gestione:

- Le informazioni *price-sensitive*.
- Informazioni finanziarie annuali.
- Report semestrale.
- Operazioni sulle *stock options* date ai dirigenti.
- Eventuali acquisizioni che riguardino il 50% o 95% del totale azionario in circolazione
- Il numero di operazioni di vendita e acquisto sui titoli.

5.3.3. ENTRY STANDARD DEUTSCHE BOURSE

Deutsche Börse con la creazione di *Entry Standard* favorisce l'inserimento nel commercio azionario delle PMI tedesche ad alto potenziale di crescita.

Garantendo un alto grado di trasparenza, *Entry Standard* è ideale per le aziende che vogliono godere di alta visibilità sul mercato. Le condizioni di ammissione sono molte agevolanti e i requisiti meno stringenti rispetto alle imprese di maggiori dimensioni. È necessario rispettare degli obblighi di follow-up stabiliti da FWB®, la Borsa di Francoforte che sono imposti dalla società di gestione del mercato *Deutsche Börse AG*.

Gli indici, nel quale sono immediatamente e automaticamente inclusi i titoli delle PMI che si quotano per la prima volta, sono All Share Index, DAX e DAX All Share.

5.3.3.1. *Adempimenti informativi e requisiti di accesso*

Le imprese che hanno intenzione di quotarsi dovranno rispettare gli obblighi di legge imposti dal regolamento sugli abusi di mercato e nel rispetto della legge tedesca sulla negoziazione di titoli, sottoposti al controllo della Autorità di vigilanza finanziaria tedesca (BaFin). Inoltre, gli emittenti nel sistema *Entry Standard* devono anche rispettare gli obblighi informativi stabiliti da *Deutsche Börse AG* come illustrato di seguito:

- Il bilancio e la relazione sulla gestione devono essere pubblicati e trasmessi entro sei mesi dalla fine del periodo di riferimento.
- Il bilancio semestrale e del report di medio termine sulla gestione devono essere pubblicati e trasmessi entro tre mesi dalla fine del periodo di riferimento.
- Aggiornamento e trasmissione del calendario aziendale .
- Obblighi di follow-up devono essere soddisfatti in inglese o in tedesco.
- Tutti i rapporti ed i documenti vanno trasmessi alla Deutsche Börse AG attraverso il *Reporting System Exchange* (ERS®).

I requisiti di accesso da essere soddisfatti prima della richiesta di ammissione sono:

- Prospetto titoli valido.
- Almeno due anni vita dell'azienda.
- Capitale sociale di almeno 750.000 euro
- Valore nominale di almeno UR 1 euro.
- Flottante pubblico di almeno il 10% e almeno 30 azionisti.

L'ingresso è in risposta ad una domanda di emissione titoli da parte di un richiedente e di un co-candidato. Quest'ultimo deve essere un membro ammessi alla negoziazione in FWB. Con il suo ricorso, la co-richiedente garantisce per la completezza e la precisione delle indicazioni fornite e per la completezza dei documenti presentati. L'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione costituisce un rapporto giuridico contrattuale tra *Deutsche Börse AG* e l'emittente. Dopo l'introduzione dell'e-Listing l'ammissione delle informazioni di mercato di può essere effettuata solo in forma elettronica con un risparmio di tempo e risorse.

5.3.3.2. *La documentazione per l'ammissione*

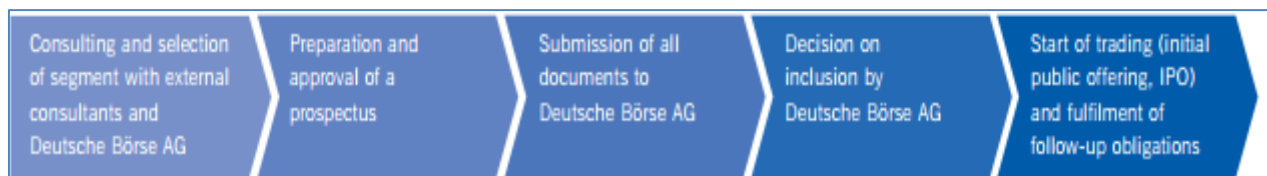
Accanto al prospetto dei titoli , vanno inclusi i seguenti documenti insieme all'applicazione:

- Copia dell'iscrizione presso il registro delle imprese.
- Atto costitutivo della società.
- Bilancio certificato
- Contratto con un Deutsche Börse Listing Partner®.
- Breve profilo aziendale.
- Calendario degli eventi societari.

La conferma dal co-richiedente che l'emittente abbia soddisfatto le cosiddette "condizioni speciali" garantisce la validità delle informazioni immesse. Inoltre, l'emittente deve aver attivato sistemi interni per quanto riguarda la gestione del

rischio, la segnalazione degli obblighi e degli adempimenti, coltivare rapporti con gli azionisti e aderire a normative di conformità interne.

Figura 12 - Processo di quotazione su *Entry Standard*



Fonte: *Entry Standard Documents 2015, Deutsche Bourse* , Francoforte

I costi totali per l'ammissione alla quotazione sono bassi:

- 1.500 euro di costi di ammissione.
- 5000 di costi annuali di quotazione.

5.3.3.3. *Prospettive future*

Come stabilito dal board di Deutsche Bourse, a partire dal 1 marzo del 2017 il segmento di mercato dedicato alle PMI tedesche verrà sostituito da un nuovo segmento che propone di semplificare e ridurre le norme di accesso alla quotazione. Il nuovo mercato manterrà sostanzialmente le stesse regole del precedente e la compilazione degli stessi documenti: rimane infatti l'obbligo da parte delle società che si avviano alla quotazione di firmare un contratto con Deutsche Börse Listing Partner, affiancando le banche e gli istituti finanziari che offrono servizi di consulenza alle società in fase di quotazione, garantendo al contempo un certo livello di qualità. L'obiettivo di Deutsche Börse è quello di creare un ecosistema funzionante per la crescita in Germania e in Europa, che supporta le aziende attraverso tutti gli stadi di crescita fino al profilo, portando così su più IPO.

Diversamente dal segmento precedente, il nuovo segmento che prenderà il nome di SCALE, richiederà alle società che hanno intenzione di quotarsi di soddisfare alcuni requisiti supplementari per l'inserimento delle loro azioni o obbligazioni

nel nuovo segmento. Vengono menzionati sei indicatori, di cui tre devono essere presenti:

- Un rapporto EBIT su interessi passivi di almeno 1,5X.
- Copertura EBITDA su interessi passivi di almeno 2,5X.
- Un *risk bearing capacity* (RBC) di almeno 0,2%.
- un rapporto Debiti Totali su EBITDA non superiore a 7,5X.
- un rapporto tra Indebitamento netto ed EBITDA non superiore a 5x.
- Un rapporto *Debiti totali/Debito totale + Equity* di massimo 0,85X.

Il prestito obbligazionario collocato deve essere almeno pari a 20 milioni di euro con la raccomandazione della Borsa di poter piazzare quantitativi superiori ai 25 milioni di euro.

5.3.4. La fusione tra *LSE Group* e *Deutsche Boerse*

Nel febbraio del 2016 la *London Stock Exchange Group* e la *Deutsche Boerse* hanno confermato alla stampa la loro intenzione a procedere e concludere un'operazione di fusione per costituire la più grande piazza finanziaria europea, diretta competitorice del *NYSE*, guidata invece dall'*Intercontinental Exchange* (*Ice*), che ha sede ad Atlanta. Le voci di una trattativa erano già nate nel 2001 e nel 2004 ma erano sempre sfociate in un nulla di fatto, anche perché *LSE Group* aveva preferito effettuare una *merger operation* inglobando nel 2007 Borsa Italiana, assumendo ben cinque membri italiani del *board* di B.I. nel suo Board Directive. In conseguenza delle voci sempre più significative, nei mesi caldi del 2016 sono state molte le prese di posizioni negative e contrarie al successo di questa operazione: sia per quanto riguarda le dirette concorrenti, come la borsa *Euronext*, che soggetti del mondo politico e finanziario, preoccupati dalle conseguenze di questa fusione come ad esempio la BaFin, l'ente regolatore tedesco, che si era espressa con parere negativo sul fatto che la *clearing house* più grande in Europa potesse trovare sede allocata al di fuori dell'UE.

A cambiare relativamente le sorti di questa operazione di fusione è stato il risultato del referendum con il quale il popolo inglese ha espresso la sua

decisione, il 23 giugno del 2016, di essere favorevole all'uscita del Regno Unito dall'UE. Il referendum, che ha preso il nome popolare di *Brexit*, ha comportato l'accrescimento delle difficoltà nella realizzazione dell'opera, a causa soprattutto dell'incertezza della fattibilità di tale operazione, del futuro economico e finanziario delle società con sedi nella city londinese.

Nonostante il risultato del referendum¹⁷³, il 4 luglio 2016 gli azionisti del *LSE Group* hanno votato, con ben il 99,92% a favore della fusione e sono stati seguiti in questa decisione da quelli della *Deutsche Boerse* il 12 luglio. Nello stesso giorno l'AD di *LSE Group* aveva affermato che i tempi per rispondere in modo concreto alle paure e alle incertezze dovute al risultato del referendum sulla *Brexit* non avevano ragione di esistere in quanto il progetto di fusione aveva fondamenta solide e intenti economici finanziari chiari, con chiare possibilità di rafforzamento economico per entrambe le società borsistiche.

Nel settembre del 2016 arriva la notizia da Bruxelles, che la Commissione Europea avrebbe aperto un'inchiesta per valutare il reale rischio che la fusione tra le due borse possa minare la libera concorrenza nel mercato borsistico europeo.¹⁷⁴

Ad oggi, nel primo trimestre del 2017 la fusione deve ancora subire il benessere delle autorità finanziarie deputate dei singoli paesi di appartenenza; in una dichiarazione del presidente della BCE Draghi, il quale tra l'altro ha appunto confermato che la fusione deve ancora essere approvata dalle autorità direttamente competenti, comprese quelle per la concorrenza e per la sorveglianza prudenziale, ma che potrebbe essere anche necessaria una licenza bancaria, per far operare un'istituzione finanziaria appartenente ad un paese che si sta avviando a lasciare l'Europa entro il 2019.

I due gruppi, intanto, continuano a sottolineare in dichiarazioni pubbliche il potenziale di riduzione dei costi e i vantaggi derivati dal miglioramento di certe

¹⁷³<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-07-04/brexit-non-ferma-maxi-fusione-borse-via-libera-soci-lse-deutsche-boerse-153900.shtml?uuid=ADLF7on>

¹⁷⁴<http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-09-28/la-ue-apre-un-inchiesta-fusione-deutsche-borse-e-lse--154529.shtml?uuid=ADYPJbSB>

pratiche di gestione dei rischi messe in opera dalle controparti centrali che faranno parte della nuova realtà. Saranno i collegi delle controparti centrali a valutare se le modifiche del quadro di gestione dei rischi apportati dalla nuova entità saranno conformi alla legislazione europea, ovvero al regolamento sulle infrastrutture dei mercati europei (*European Market Infrastructure Regulation*). La Bce è rappresentata nei collegi delle controparti centrali sia in qualità di autorità di sorveglianza delle banche compensatrici sia in quanto Banca centrale che emette l'euro.¹⁷⁵

Una delle preoccupazioni principali per la Bce è la *clearing house* *Lch Clearnet*, la cui maggioranza è di proprietà di *Lse*. *Lch* compensa e garantisce oltre la metà degli scambi mondiali di contratti interest rate swap, molti dei quali in euro. Tra questi, anche quelli sui titoli di Stato italiani. Ed è del 3 gennaio 2017 la notizia a mezzo stampa che conferma l'offerta di acquisto di *Euronext* per le attività di clearing francesi di *Lch Clearnet* appartenenti al gruppo *London Stock Exchange*. Il gruppo londinese e il suo braccio transalpino sembrano aver accettato la proposta che sarà sottoposta all'approvazione della Commissione europea:¹⁷⁶ "Euronext, il gruppo che controlla le Borse di Parigi, Amsterdam, Bruxelles e Lisbona, ha messo sul piatto 510 milioni di euro per il 100% delle quote di *Lch Clearnet*. Tra le condizioni per la conclusione dell'accordo il completamento della fusione tra *Deutsche Boerse* e *London Stock Exchange*" si legge nel comunicato di *Euronext*.

Gli ultimi dettagli economici riguardanti l'unione tra i due colossi dei mercati finanziari porterebbe alla creazione di un gruppo da oltre 24 miliardi di euro di valore, capace di competere con i maggiori listini mondiali. La combinazione dei due gruppi, secondo le stime rilasciate prima del referendum britannico, porterebbe risparmi di costi per 250 milioni di euro all'anno dopo cinque anni e una riduzione di organico di 1.250 unità. Il CEO sarebbe deciso dal *board* di *Deutsche Bourse*, inoltre ben il 54% del valore azionario sarebbe in mano

¹⁷⁵ <http://www.milanofinanza.it/news/draghi-con-brexite-piu-controllo-su-deutsche-borse-lse-201701131719317948>

¹⁷⁶ <http://www.finanzaonline.com/notizie/lse-accordo-con-euronext-cessione-lch-pi%C3%B9-vicina-fusione-con-deutsche-boerse-678782>

tedesche mentre il restante 45% andrebbe al gruppo londinese. Borsa Italiana esprime inoltre preoccupazione sulle recenti voci di un dismissione dei suoi *asset*, in quanto se pur capaci di generare liquidità per *LSE Group*, non rientrerebbero più tra quelli strategici; a preoccupare e dare forza a questi dubbi c'è anche l'accordo che prevede che solo l'AD di Borsa Italiana vada a presenziare nel Board del gruppo nascente dalla fusione, ridimensionando ulteriormente il ruolo della piazza finanziaria italiana nel contesto europeo.

5.4. Un confronto quali-quantitativo tra i mercati europei dedicati alle PMI

Costruendo un confronto grafico tra i 4 mercati presentati precedentemente e strutturandolo in 3 diverse sezioni riguardanti i requisiti di ammissione, i documenti da predisporre per l'ammissione e infine un'analisi quantitativa dei mercati come si presentano nella situazione odierna, possiamo affermare che :

Tabella 10 - Confronto tra AIM e AIM Uk

	
Requisiti di ammissione : <ul style="list-style-type: none"> • Non è previsto nessun limite minimo di capitalizzazione. • Il flottante minimo da conseguirsi tramite collocamento è del 10% . • <u>NomAd</u> deve assistere la società durante e dopo l'ammissione. 	Requisiti di ammissione : <ul style="list-style-type: none"> • <u>NomAd</u> pronto ad assistere nella compilazione dei documenti e nella fase post-ammissione. • Nessuno flottante minimo.
Documenti per l'ammissione: <ul style="list-style-type: none"> • Documento di Ammissione. • 3 bilanci certificati di cui 2 IRFS (ove esistenti). 	Documenti per l'ammissione: <ul style="list-style-type: none"> • Documento di Ammissione. • 3 bilanci certificati IRFS (ove esistenti).

Fonte: Elaborazione propria

Il confronto tra i quattro mercati relativamente ai requisiti da presentare ante ammissione mette in luce la già ovvia similitudine tra il mercato *AIM* e *AIM Uk*, nascenti dalla stessa matrice, e dove è necessaria e fondamentale la figura del

NomAd che assiste l'impresa nell'espletamento di tutte gli adempimenti e offre la consulenza economico-finanziaria per la quotazione. Per gli altri mercati non sono previste figura specialistiche in assistenza alle imprese che vogliono quotarsi. Il flottante minimo si aggira di solito intorno al 10% e allo stesso tempo si richiede la non partecipazione al capitale azionario, precedentemente alla quotazione, di grandi azionisti detentori di partecipazione di controllo relativo. Il mercato tedesco richiede inoltre un fatturato superiore ai 750.000 euro mentre quello francese una dimensione economica che non superi il miliardo di euro (caratteristica necessaria anche per rientrare nella definizione europea di PMI).


Tabella 11 - Confronto tra *ENTERNEXT* e *Entry Standard*

	
Requisiti di ammissione : <ul style="list-style-type: none"> • Capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro; • Nessuna società possiede più del 25% del suo capitale; • Fatturato annuo non superiore a € 1,5 miliardi e un totale di bilancio non superiore a € 2 miliardi. 	Requisiti di ammissione : <ul style="list-style-type: none"> • Prospetto titoli valido. • Almeno due anni vita dell'azienda. • Capitale sociale di almeno 750.000 euro • Valore nominale di almeno UR 1 euro. • Flottante pubblico di almeno il 10% e almeno 30 azionisti.
Documenti per l'ammissione: <ul style="list-style-type: none"> • Le informazioni <u>price-sensitive</u>. • Informazioni finanziarie annuali. • Report semestrale. • Operazioni sulle <u>stock options</u> date ai dirigenti. • Eventuali acquisizioni che riguardino il 50% o 95% del totale azionario in circolazione • Il numero di operazioni di vendita e acquisto sui titoli. 	Documenti per l'ammissione: <ul style="list-style-type: none"> • Copia dell'iscrizione presso il registro delle imprese. • Atto costitutivo della società. • Bilancio certificato • Contratto con un <u>Deutsche Börse Listing Partner</u>®. • Breve profilo aziendale. • Calendario degli eventi societari.

Fonte: Elaborazione propria

Un'analisi invece dei documenti necessari all'ammissione sui rispettivi mercati evidenzia una richiesta comune riguardante la presentazione dei bilanci certificati, e redatti secondo i principi contabili internazionali (laddove possibile), in modo da garantire la valutazione ottimale all'investimento da parte degli operatori nazionali e stranieri. Se da una parte i requisiti dei mercati gestiti da *LSE Group* sono molto più semplici, *EnterNext* e *Entry Standard* sono molto più complessi richiedendo anche informative riguardanti gli azionisti, le eventuali azioni già detenute dalla società quotanda, report annuale dei valori di bilanci, report riguardante il sistema di gestione interno. Ciò evidenzia comunque la necessità da parte delle società di dotarsi di un consulente specialista che le assista nel processo di quotazione ma che allo stesso tempo indirizzi l'attuazione all'interno della stessa, dei cambiamenti necessari all'ottimizzazione strutturale di cui un'impresa, che ha intenzione di quotarsi, deve avere.

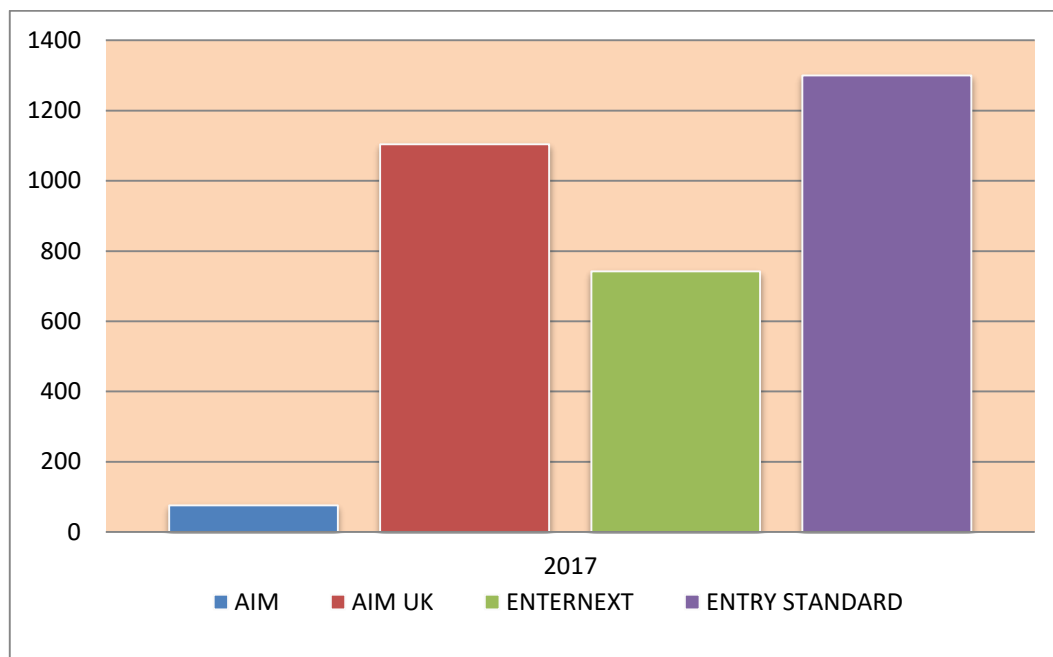
Tabella 12 - Confronto tra mercati europei per le PMI

	
<p>Dati:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 76 società quotate. • Capitalizzazione pari a 2,6 miliardi di euro (media 34 milioni di euro). • Settori più rappresentativi per numero di società sono Green (24%), Digital (20%) e Servizi (17%). 	<ul style="list-style-type: none"> • Dati: 1104 società quotate. • Capitalizzazione mercato pari a 73,76 miliardi (capitalizzazione media intorno ai 45 milioni di euro). • Settori più rappresentati : medico farmaceutico e tecnologico.
	
<p>Dati:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 742 società quotate • Settori delle società quotate: manifatturiero (19%), sanitario (22%) e servizi offerti alla collettività (9%). • Capitalizzazione di mercato 132 miliardi : 50% si colloca nella taglia 50-250 milioni di euro, 40% nel <i>range</i> 0-10 milioni di euro. 	<p>Dati:</p> <ul style="list-style-type: none"> • 6,500 euro di costi di ammissione. • Settori più rappresentati : energetico, ITC e estrattive, petrolifere. • Capitalizzazione 46 miliardi.

Fonte: Elaborazione propria

Infine un'analisi a quelli che sono i dati quantitativi dei vari mercati analizzati permettono di osservare che il mercato maggiore e più sviluppato è sicuramente quello inglese forte anche di un'apertura all'internalizzazione maggiore.

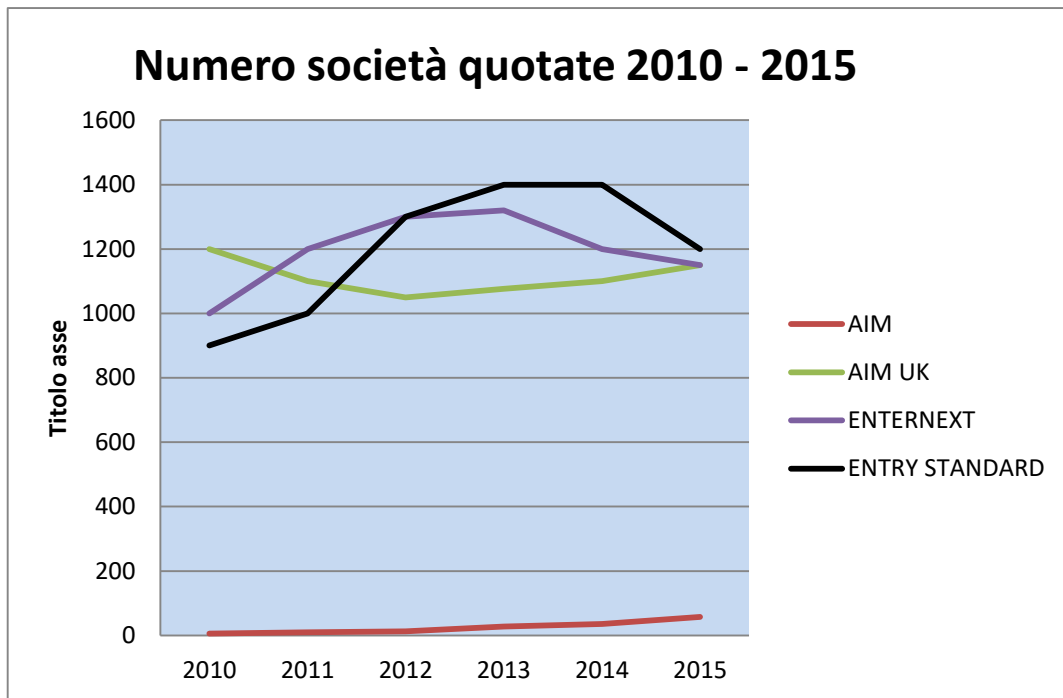
Grafico 39 - Numero società quotate nel 2016



Fonte: Elaborazione propria

Dall'analisi del grafico 39, si osserva come il mercato tedesco sia quello con il maggiore numero di PMI quotate, seguito dall'AIM UK con circa 1200 società. Il mercato francese ENTRENEXT si posiziona terzo con ben 700 imprese quotate, mentre si osserva la differenza numerica che caratterizza il nostro mercato AIM MAC che presenta un numero esiguo di società quotate (76).

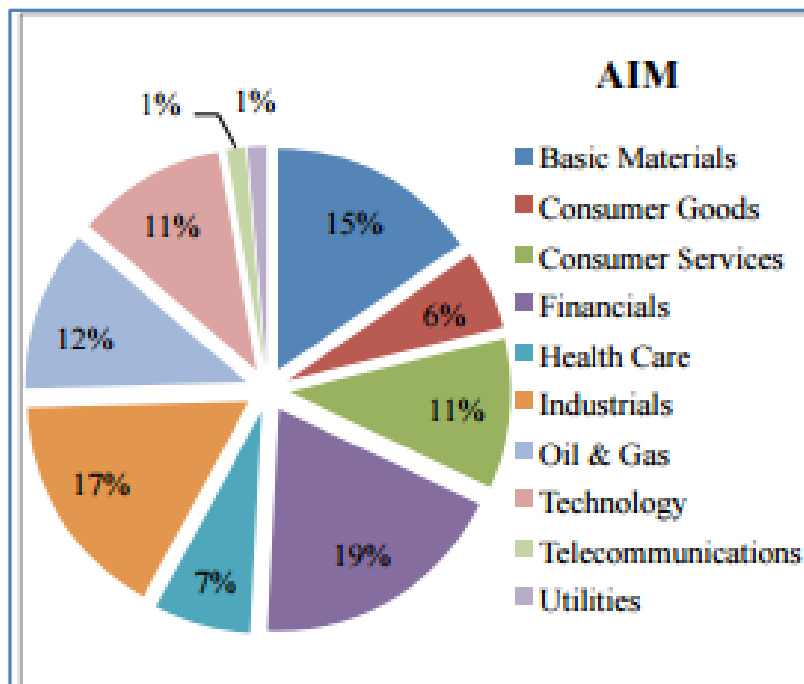
Grafico 40 - Storico delle società quotate sui diversi mercati



Fonte: Elaborazione propria

Un'analisi comparata delle *IPOs* degli anni precedenti su tutti e quattro i mercati in questione evidenzia sempre la distanza tra il mercato italiano e i suoi concorrenti. Allo stesso tempo denota però un periodo di forte crescita in termini di listing da parte delle PMI francesi e tedesche negli anni tra il 2012 e il 2014, mentre per l'AIM UK si osserva una leggera flessione nello stesso periodo. Analizzando la situazione odierna sembra confermarsi un trend discendente, con un numero maggiore di *delisting* rispetto agli anni precedenti.

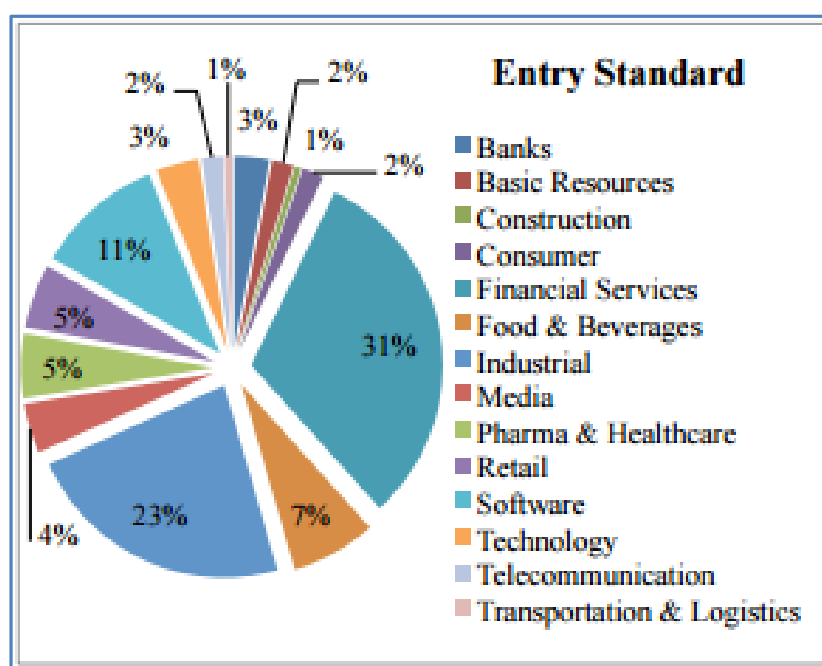
Grafico 41 - Divisione settoriale società quotate su AIM UK



Fonte: Elaborazione propria

Il mercato inglese AIM UK presenta una eterogeneità nella suddivisione settoriale delle aziende quotate, con percentuali maggiori per il settore industriale e quello dei servizi finanziari. Per quanto riguarda invece il mercato tedesco nel grafico 42, la maggior parte delle società quotate si occupano di servizi finanziari, mentre il 23% è impiegata nel settore industriale manifatturiero e infine l'11% proviene dallo sviluppo software.

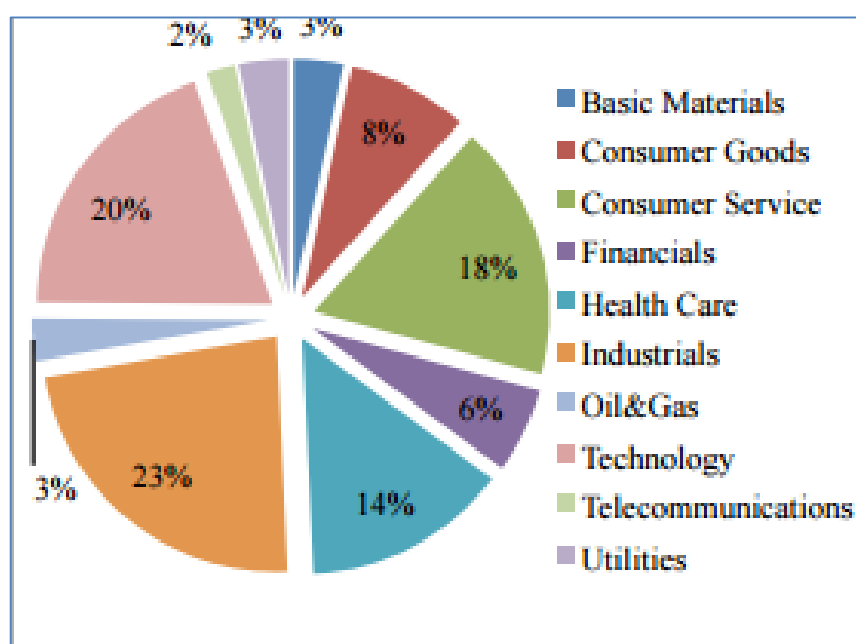
Grafico 42 - Divisione settoriale società quotate su *Entry Standard*



Fonte: Elaborazione propria

Il mercato francese ENTERNEXT presenta una grande percentuale di società provenienti dall'ITC ma anche dai settori industriali, minore la percentuale con il 18% di società dedite ai servizi finanziari. Alta anche la percentuale di imprese impiegate nello sviluppo e fornitura di servizi al consumatore.

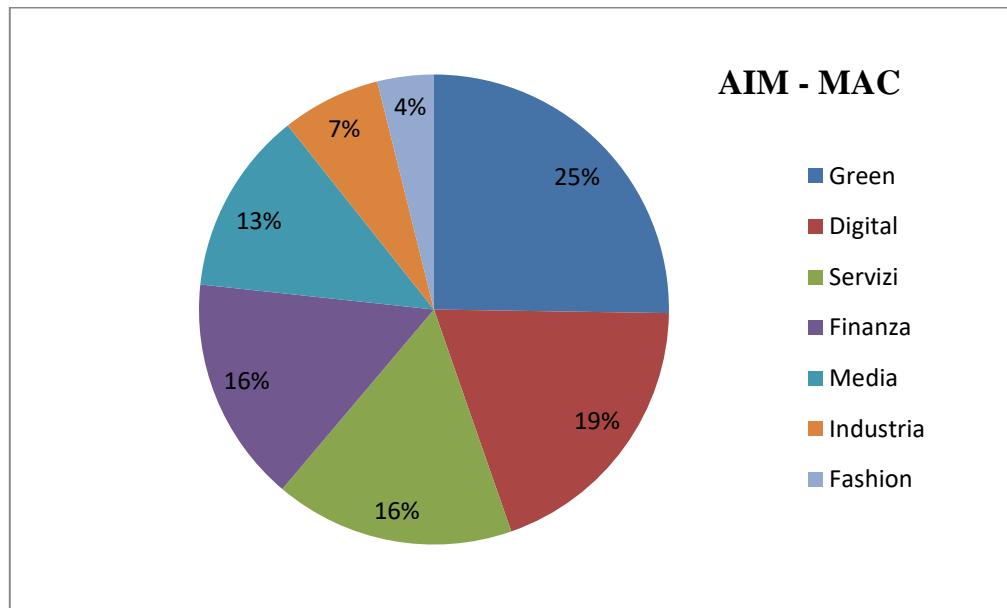
Grafico 43 – Divisione settoriale società quotate su *Enternext*



Fonte: Elaborazione propria

Infine un'analisi delle imprese italiane quotate su *AIM MAC*, pur partendo da un campione di analisi minore rispetto alle concorrenti europee, una forte diversificazione del comparto di provenienza, con la maggiore parte delle imprese impiegate in settori dell'ITC e della *Green Industry*. Alto anche il numero delle imprese provenienti dai settori Finanza e Media.

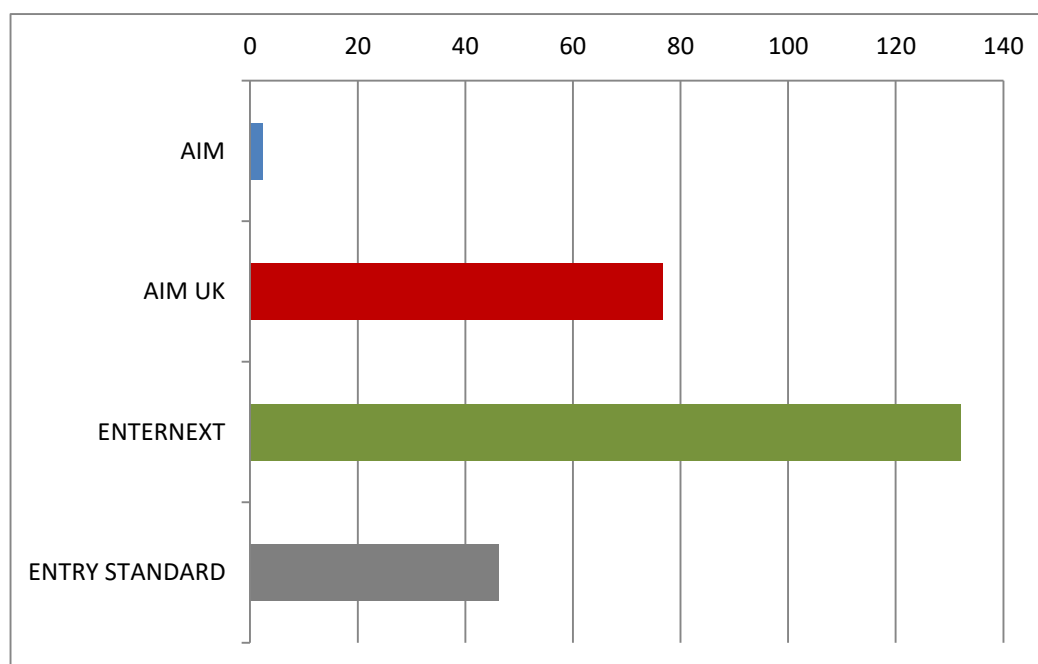
Grafico 44 - Divisione settoriale società quotate su AIM MAC



Fonte: Elaborazione propria

In termini di capitalizzazione *EnterNext* è sicuramente il più grande mercato con ben 132 miliardi, maggiormente quotate sul listino parigino. La borsa italiana resta il fanalino di coda, ancora poco favorita dalle questioni culturali delle imprese italiane restie ad usufruire dello strumento borsistico come fonte di finanziamento. In relazione ai settori di appartenenza delle diverse società quotate c'è grande varietà: molto spesso la maggiore percentuale è riferibile ai settori farmaceutici sanitari, poche quelle legate al manifatturiero, interessanti in Germania le imprese appartenenti all'ITC che hanno preferito quotarsi; in Italia grande innovazione per le imprese appartenenti al settore energetico, seguito dall'*Entry Standard* tedesco.

Grafico 45 - Divisione settoriale società quotate su *Entry Standard*



Fonte: Elaborazione propria

5.5. Il finanziamento a lungo termine nell'UE: il *Green Paper* 2013

Al termine della nostra ampia analisi sulle alternative di finanziamento alla quale fanno e faranno ricorso le PMI italiane ma anche europee, è importante non lasciare al caso quelle che sono le misure strutturali che hanno condotto e stanno costruendo le fondamenta dello sviluppo finanziario ed economico del sistema industriale che verrà. La Commissione europea si è espressa più e più volte sulle tematiche da affrontare alla luce delle problematiche emerse negli anni di crisi finanziaria e shock sistemici che hanno scosso il sistema Unione Europea. Inaugurato con il *Green Paper* del 2013 che si concentra sul finanziamento a lungo termine, il discorso e le call conference intavolate in questi anni hanno condotto già ad un piano di azione per la realizzazione di un Mercato Unico del Capitale in UE, e anche alle mosse da effettuare secondo principi cardine espressi nel secondo *Green Paper* datato 18 Febbraio 2015 “*Building a CMU*”.

Il *Green Paper* dal titolo “ *Il finanziamento a lungo termine dell'economia europea*” esamina gli investimenti a lungo termine miranti alla formazione di

capitale tangibile e intangibile di lunga durata. Investimenti che si concentrano su molteplici campi: nell'energia, nelle infrastrutture, nell'istruzione, nelle tecnologie di adattamento ai cambiamenti climatici. Con la discussione posta dalla Commissione nel 2013 si tentò di creare una strada, un modo per facilitare la transizione verso un'economia più sostenibile e favorendo l'incremento della produttività e la competitività a lungo termine. L'importanza di questi finanziamenti per la crescita e la creazione di posti di lavoro è stata riconosciuta a livello internazionale dal G20.

Nel *Paper* viene data la definizione di investimento a lungo termine come:” *il processo di finanziamento essenziale per sostenere le riforme economiche strutturali e tornare a una duratura tendenza alla crescita economica. Il finanziamento a lungo termine è necessario anche lungo tutto il ciclo di vita di un'impresa, in quanto consente di avviare un'attività, di espanderla e di proseguirne poi la crescita.*”¹⁷⁷

Quindi la capacità dell'economia di finanziare gli investimenti a lungo termine dipende dalla capacità del sistema finanziario di incanalare tali risorse in maniera efficace ed efficiente verso i beneficiari e gli scopi appropriati, attraverso mercati aperti e competitivi. Tale processo può e deve essere attuato da vari intermediari, fra cui banche, compagnie di assicurazione e fondi pensione, nonché tramite l'accesso diretto ai mercati finanziari che devono preservarsi nel modo più efficiente possibile.

In Europa il quadro generale nasconde ancora oggi alti livelli di incertezza, di avversione al rischio e di sfiducia sia dei risparmiatori che degli investitori, a causa della debolezza della situazione macroeconomica e delle relative prospettive. Ciò potrebbe creare ostacoli permanenti all'offerta di finanziamento a lungo termine e la soluzione, vista dalla Commissione, è la necessità di una regolamentazione e una vigilanza appropriate del settore finanziario per ripristinare la stabilità finanziaria e ridare fiducia nei mercati. A tal fine, l'Unione europea con le sue riforme di tipo finanziario, economiche e di bilancio, vuole

¹⁷⁷ Commissione Europea, *Green Paper Long-Term Financing Of The European Economy*, Bruxelles, 25 Marzo 2013.

creare basi legislative e di fondamentali economici, salde, in modo tale da consentire al settore finanziario di sostenere l'economia reale, senza compromettere la stabilità finanziaria.

Ed è su tale base, che l'azione volta a migliorare il finanziamento a lungo termine dell'economia europea dovrebbe migliorare e stabilizzare:

- La capacità degli istituti finanziari di incanalare il finanziamento a lungo termine.
- L'efficienza e l'efficacia dei mercati finanziari nell'offrire strumenti di finanziamento di lungo periodo.
- Fattori trasversali che consentano risparmi e finanziamenti a lungo termine.
- La facilità di accesso delle PMI ai finanziamenti bancari e non bancari.¹⁷⁸

Imponendo e ricercando:

- Lo sviluppo del capitale di rischio. Aumentando e incentivando l'uso di fondi di fondi come strumenti efficienti per incrementare il volume dei capitali di rischio.
- Lo sviluppo di mercati dedicati e di reti per le PMI. Come lo sviluppo di norme contabili mirate per le PMI quotate e nuove piattaforme di negoziazione. Mercati dedicati per le PMI potrebbero contribuire ad accrescere la visibilità di queste imprese, attirando nuovi investitori e sostenendo lo sviluppo di nuovi strumenti di cartolarizzazione per le PMI. Nuovi quadri normativi per le reti di imprese potrebbe per la condivisione dei rischi ottimizzando l'accesso ai finanziamenti,
- Lo sviluppo di nuovi strumenti di cartolarizzazione per le PMI. Strumento di già proposto attraverso il programma COSME.
- Lo sviluppo di standard per l'attribuzione di rating del credito alle PMI. Definendo standard qualitativi minimi comuni circa la valutazione esterna

¹⁷⁸ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-13-274_it.htm - La Commissione europea lancia il Libro verde sul finanziamento a lungo termine dell'economia europea, Commissione Europea, Bruxelles, 2013

delle imprese a media capitalizzazione e delle PMI agevolando al ricerca e l'ottenimento di finanziamenti.

- Lo sviluppo o la promozione di altre fonti di finanziamento “non tradizionali”, come la locazione finanziaria, il finanziamento esteso alla filiera (*supply-chain finance*), le fonti di finanziamento basate su internet come il finanziamento collettivo (*crowd-funding*).¹⁷⁹

5.6. Prospettive future: il *Capital Market Union*

Successivamente, in data 30 settembre 2015 la Commissione europea ha pubblicato il Piano d'azione sul *Capital Market Union*. Il documento stabilisce le misure necessarie a sbloccare gli investimenti nell'UE per dotarsi di un mercato unico dei capitali, già esplicitate nell'ambito del *Green paper* del 2015 intitolato “*Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*”.

L'Action Plan parte dalla consapevolezza che i mercati europei sono stati radicalmente trasformati dall'innovazione finanziaria, dalla crisi economica, dalla globalizzazione, dell'introduzione dell'euro tutti fattori che ne hanno accresciuto gli elementi di debolezza e fragilità poi divenuti evidenti perché fautori di *shock* e di rischi sistemici.

La *Capital Market Union* (CMU) costituisce un pilastro fondamentale dell'*Investment Plan* e si propone, quindi, di affrontare problemi quali la carenza di investimenti in UE, aumentando e diversificando le fonti di finanziamento per le imprese europee e i progetti infrastrutturali a lungo termine, di sbloccare gli investimenti in EU e rendere il sistema finanziario maggiormente stabile.

Già nel 2014 con la comunicazione denominata “*Un piano di investimenti per l'Europa*“, erano state individuate delle problematiche risolte ad esempio con il Regolamento europeo sui Fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF), o la promozione di mercati della “cartolarizzazione di qualità”,

¹⁷⁹ Commissione Europea, *Green Paper Long-Term Financing Of The European Economy*, pag. 20, Bruxelles , 25 Marzo 2013.

evitando di ripetere gli errori pre-crisi, la ricerca di soluzioni alla mancanza di informazioni standardizzate in materia di credito alle PMI, una maggiore agevolazione dei regimi di collocamento privato (*private placement*), , una revisione di misure già vigenti come la direttiva relativa al prospetto (2003/71/CE), nell'ottica di rendere meno oneroso alle PMI l'accesso ai capitali. A tutto questo ha fatto seguito, in ordine di tempo, la pubblicazione del menzionato *Green paper*.

Dal *public hearing* sui “*Next steps to build a CMU*”, tenutosi l'8 giugno 2015 a Bruxelles, e dalle risposte alla consultazione si è giunti alla conclusione che un processo per fasi sarebbe una delle modalità migliori con la quale implementare le modifiche atte a condurre a regime e realizzare un mercato unico: con l'intento programmatico di creare mercati più liquidi e diversificare le fonti di finanziamento per l'economia.

L'Action Plan sull'Unione dei mercati dei capitali è quindi un progetto a lungo termine , come già delineato nel *Green Paper* del 2013, che si svilupperà per diversi anni. La lista di interventi e una calendarizzazione di massima si protraggono fino al 2019. Il Piano d'azione nei suoi punti essenziali e obiettivi fondamentali, pone di:

- Creare maggiori opportunità per gli investitori: la CMU dovrebbe aiutare a smobilizzare capitali in Europa e smistarli verso le aziende, comprese le PMI; al contempo offrendo una diversificazione nelle scelta di forme di pensionamento alternativo-integrativo più efficienti.
- Collegare il finanziamento all'economia reale: la CMU vuole eliminare gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri all'interno dell'UE.
- Promuovere un sistema finanziario più forte e robusto: un'apertura ad una più ampia gamma di fonti di finanziamento e di maggiori investimenti a lungo termine evitando *shock* finanziari.
- Approfondire l'integrazione finanziaria e la concorrenza: una maggiore condivisione transfrontaliera dei rischi e maggiore liquidità dei mercati.

La Commissione, unitamente all'*Action Plan*, ha pubblicato:

- Una proposta di regolamento sulla cartolarizzazione.
- Una proposta di regolamento che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento.
- Una proposta di Regolamento delegato che modifica il Regolamento delegato (UE) 2015/35 (Solvency II) e relativo allegato.
- Un documento di consultazione pubblica sui regolamenti dei fondi europei di *venture capital* (EUVECA) e dei fondi europei per l'imprenditoria sociale (EUSEF).
- Un documento di consultazione pubblica sulle obbligazioni garantite.

La Commissione ha manifestato l'intenzione di avviare i lavori già entro la fine del 2015, per accelerare le procedure di approvazione e creare un regime proporzionato per le PMI. Il supporto alle PMI riguarderà anche una valutazione dei sistemi multilaterali di negoziazione registrati come un mercato di crescita (*SME Growth Markets*) dove sono quotate le PMI, previsti dalla direttiva Mifid II, i quali abbiamo analizzato in precedenza e anche in questo capitolo, mercato che stanno risentendo di una crescita e un interesse degli investitori elevato.

La Commissione, inoltre, preso atto che non esiste al momento una regolamentazione europea sul *crowdfunding*, ha promosso seguendo anche l'esempio italiano che già si è dotato di un corpo di norme , di emanare un regolamento che indirizzi verso una normativa unitaria in ambito comunitario sul tema.

Sulla scia del lavoro del Parlamento europeo avviato nel 2014 (per esaminare la coerenza della legislazione UE sui servizi finanziari, come ad esempio il progetto di relazione del Parlamento europeo sul Bilancio e sulle sfide della legislazione dell'UE sui servizi finanziari) e di organismi internazionali, come il G20, *Financial Stability Board* (FSB), il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria,

la Commissione ha lanciato, in parallelo al Piano d'Azione, una *call for evidence* per valutare la coerenza complessiva del quadro della legislazione finanziaria.

Va sottolineato infine che nella *call for evidence* “*EU Regulatory Framework for Financial Services*” avuta il 6 gennaio 2016, la Commissione, consapevole che negli ultimi anni si è assistito ad un periodo di legiferazione intensa (più di 40 provvedimenti) dove le misure sono state adottate in circostanze difficili e in brevi periodi di tempo, si propone di individuare eventuali incongruenze, incoerenze e lacune nelle norme finanziarie oggi adottate, come gli oneri regolamentari inutili e i fattori che vanno ad incidere negativamente sugli investimenti a lungo termine e sulla crescita, per intraprendere successivamente le iniziative più idonee.

CAPITOLO 6

BUSINESS CASE: BOMI ITALIA S.P.A.

6.1. Il gruppo BOMI Italia S.p.A.

6.1.1. Ambito economico di riferimento

Nella parte finale della mia tesi, prima di procedere a tirare le conclusioni delle mie valutazioni, ho deciso di soffermarmi sullo studio di un business case riguardante il gruppo BOMI Italia S.p.A. che nel 31 marzo 2014 ha emesso uno strumento obbligazionario non convertibile per un ammontare, integralmente collocato, di Euro 1,5 milioni che ha presentato delle caratteristiche di originalità tali da essere definito il Bond Incentivante, rientrando nella categoria di mini-bond ma legando i sottoscrittori all'andamento economico dell'azienda e fornendo loro la possibilità di seguirne le sorti nel processo di quotazione sul mercato AIM Italia.

6.1.2. La storia

Il Gruppo BOMI nasce nel 1985 attraverso la costituzione di “BOMI S.r.l.”, società interamente partecipata da esponenti della famiglia Ruini. Giorgio Ruini viene nominato amministratore delegato, assumendo pertanto la gestione. Nel 1990 “BOMI S.r.l.” viene trasformata in società per azioni e inizia il programma di internazionalizzazione che porterà il Gruppo ad operare globalmente. Nascono le filiali spagnola e francese ed il fatturato consolidato aumenta significativamente. Nel 1990, a seguito di una riorganizzazione societaria del Gruppo, Giorgio Ruini diventa socio di minoranza attraverso la sua prima operazione di *management buyout*; mentre il fondo di *private equity* Schroeder's acquisisce una partecipazione di maggioranza della Società. Nel quinquennio successivo, il Gruppo avvia una ulteriore espansione internazionale aprendo filiali in Messico e in Brasile. In particolare, il Gruppo decide prevalentemente di

investire nei paesi sudamericani attraverso *joint venture* societarie con *partner* locali con l'obiettivo di entrare in mercati non ancora presidiati.

Nel 1998, l'assetto proprietario del Gruppo cambia con la nascita di "BOMI 2000 S.p.A." (attraverso la fusione di "BOMI S.p.A." con altra società) e la relativa assunzione di una partecipazione di maggioranza da parte di Giorgio Ruini e di alcuni *manager* e investitori che, rilevando la partecipazione totale del fondo di *private equity*, diventano proprietari a tutti gli effetti.

Negli anni successivi, in particolare nel 2004 il Gruppo decide di focalizzarsi sull'*healthcare*, particolarmente in Italia e America Latina e inizia un processo di dismissione delle filiali europee in Francia, Germania, Inghilterra e Benelux decidendo di concentrare i propri sforzi in aree geografiche a forte potenziale di crescita nell'intento di assumere una posizione di *leadership* su tali mercati.

Nel 2004 il Gruppo decide di crescere per linee esterne nel settore dello sviluppo dei *software*, acquistando la totalità del capitale sociale di "Bodi S.r.l." *software house* attiva nel campo dell'elaborazione dati e dell'informatica per la logistica ed il magazzinaggio. Questa attività diventerà uno dei core business del gruppo con il servizio di "*consignment stock management*" gestito attraverso il *software* proprietario "GeCoS".

Nel 2007 il Gruppo BOMI apre ulteriori filiali in Cile e Colombia ed in Turchia, dismettendo invece la filiale spagnola anche a causa della forte crisi del mercato locale. Nel 2010 delibera la propria trasformazione in società per azioni assumendo l'attuale denominazione di "BOMI Italia S.p.A." e viene perfezionata la fusione inversa per incorporazione della controllante "BOMI 2000 S.p.A."

Figura 13 - Logo BOMI Group



Fonte : www.bomigroup.com

A questo punto , assunta la sua attuale conformazione di società operativa nel settore della logistica e della gestione di prodotti ad alta tecnologia per la tutela della salute nonché di *holding* di partecipazioni a capo del Gruppo BOMI apre la prima filiale in *licensing* in Argentina e dismette le partecipazioni in Messico e Venezuela cedendole a un fondo di *private equity* locale e mantenendo una *partnership* commerciale.

Nel 2012, il Gruppo accede al progetto “Elite”¹⁸⁰ di Borsa Italiana dedicato alle migliori PMI e finalizzato ad accompagnarle durante i loro piani di crescita e valorizzazione rendendole più trasparenti, efficienti, visibili ed attraenti per i propri potenziali investitori. A seguito del percorso di durata triennale e di un estensivo processo di cambiamento culturale e organizzativo nel novembre 2014, BOMI è tra le prime aziende partecipanti al progetto ad ottenere da Borsa Italiana il certificato di eccellenza.

¹⁸⁰ L’obiettivo di ELITE è di supportare e promuovere lo sviluppo organizzativo e manageriale delle PMI più meritevoli, permettendo loro di affrontare la **competizione globale** e diventare più visibili, competitive e attraenti nei confronti degli investor. Un sostegno che si concretizza nell’avvio di un percorso di formazione e nel fornire alle PMI una piattaforma di strumenti e servizi integrati per reperire capitali, cogliere opportunità di visibilità e networking, facilitare la crescita e l’avvicinamento (anche culturale) ai mercati finanziari, migliorare il rapporto con il sistema bancario e imprenditoriale, facilitare l’internazionalizzazione. Il programma prevede tre fasi:
GET READY: si riceve la giusta formazione per affrontare il cambiamento culturale e organizzativo;
GET FIT: si applicano le competenze acquisite e ci si avvia al cambiamento sostenute da esperti “Elite team”;
GET VALUE: si entra in contatto con investitori, professionisti, aziende italiane e internazionali per reperire opportunità di business e risorse finanziarie. Fonte: Sito Borsa Italiana.

Nel 2013 il Gruppo inizia la propria campagna di acquisizioni societarie anche in Italia, perfezionando nel medesimo anno l'acquisizione di Chasqui S.r.l. società attiva nell'home care delivery nel nord Italia e aperte le nuove partecipate operative e commerciali in Francia, Russia, Olanda, Perù, Stati Uniti e viene avviata una attività in *licensing* localmente da parte della neocostituita filiale cinese. A fine 2014, il Gruppo perfeziona il secondo investimento in Italia attraverso l'acquisizione della società Farma Distribuzione Segrate S.r.l., operante nel campo della fornitura di servizi logistici in outsourcing ad imprese nel settore sanitario ampliando così il proprio business caratteristico.

Al compimento del suo trentesimo anno di attività, il Gruppo, attraverso perfeziona la terza acquisizione consecutiva in Italia divenendo proprietario di Carrai & C. S.r.l., azienda attiva nel settore della logistica, gestione dei depositi e trasporto, con particolare focus sul delivery di prodotti per la dialisi a domicilio, divenendo pertanto leader di mercato in tale specifico settore. Nel 2016 ha annunciato l'acquisizione dell'80 per cento del capitale sociale di Berga srl, azienda di Mirandola specializzata nel settore della gestione dei depositi e trasporto di prodotti biomedicali, posizionando da leader del mercato europeo e rendendo la zona di Mirandola il terzo polo logistico biomedicale del mondo, il primo in Europa. Nel novembre dello stesso anno BOMI Italia S.p.A., holding del Gruppo BOMI, ha acquistato il 100% del capitale sociale della società "Biomedical Distribution Asia Holding Limited", con sede in Hong Kong, nonché della sua controllata "BOMI Logistics Jiangsu Co. Ltd", con sede a Suzhou in Cina, specializzata nella gestione dei depositi e trasporto di prodotti biomedicali, entrambe fondate dal gruppo BOMI e successivamente vendute. L'operazione si inquadra nella più generale strategia di controllo diretto dell'attività commerciale nei singoli paesi, permettendo al Gruppo attivo nel settore della logistica biomedicale di rientrare nel mercato orientale intrattenendo in modo diretto i rapporti commerciali con il cliente Qiagen, top class nel mercato dei diagnostici.

6.1.3. Posizionamento globale

Per quanto riguarda il settore di appartenenza il Gruppo BOMI opera a livello globale nel settore della logistica integrata gestendo tanto in stoccaggio quanto in distribuzione, tra gli altri, dispositivi medici, farmaceutici, prodotti per la diagnosi in vitro, reagenti, prodotti impiantabili e per la dialisi.

Figura 14 - Posizionamento globale BOMI Group nel 2016



www.bomigroup.com

L'esperienza di BOMI nel campo biomedicale permette di fornire una serie di servizi funzionali alla gestione, movimentazione e stoccaggio di una pluralità di prodotti nel campo sanitario: dalla diagnostica in vitro alla grande apparecchiatura per immagine, dallo strumentario chirurgico ortopedico ai *kit* diagnostici, dal dispositivo per patologie croniche alla nanotecnologia.

Nel 2016 impiegando complessivamente 834 dipendenti, il Gruppo BOMI è presente, attraverso proprie società controllate e partecipate, direttamente in Europa, Sud America e Stati Uniti ed i propri servizi vengono forniti complessivamente, anche attraverso alleanze strategiche con *partner* locali, in complessivamente 14 paesi coprendo altresì i territori della Cina e del Messico.

Il modello commerciale del Gruppo prevede a livello internazionale accordi di *partnership* con aziende locali, a cui viene altresì fornita la licenza l'uso del *brand*, del sistema informatico e dei manuali di qualità. Ad oggi il Gruppo opera nei vari mercati in cui è presente attraverso 18 società (16 controllate e 2 partecipate) ed accordi diretti con *partner* consolidati, a seconda delle possibilità

del mercato di poter crescere e di avere quote di mercato a disposizione per disegnarsi come leader.

6.1.4. Modello di business

In relazione al modello di business il Gruppo BOMI segue il modello funzionale delineato graficamente come diagramma per fasi che segue all'interno della tipica *supply chain* del settore biomedicale: è caratterizzato da una serie di processi a valore aggiunto, studiati e dedicati al settore dei *medical device*, che il Gruppo mette a disposizione della clientela, operando su tutte le fasi della *supply chain* tipica del settore.

I processi sono essenzialmente:

- Licenze e autorizzazioni specifiche.
- Stoccaggio e trasporto a temperatura controllata e/o di merci pericolose.
- Lavorazioni sensibili, effettuate secondo specifiche procedure e in accordo alle disposizioni in materia, che si configurano come *step* finali di produzioni, come ad esempio il *kitting* e il *labelling* sui prodotti, oppure come la decontaminazione di strumentari chirurgici.
- Gestione delle consegne domiciliari per i pazienti.
- Strumenti di presidio dei *consignment stock*, andando ad operare in ambienti complessi come quelli ospedalieri.

La *supply chain* del settore biomedicale è fortemente influenzata dalla natura stessa del settore, che presenta una gestione di molteplici tecnologie all'interno dello stesso portafoglio prodotti: dalla chimica all'elettronica, dalla farmaceutica all'ingegneria dei materiali, dalla meccanica alla cibernetica.

6.1.5. Dati societari e prospettive di crescita

I ricavi operativi sono così composti per area geografica:

Tabella 13 - Ricavi operativi BOMI Group per Paese (2015)

	30/06/2016	% sul tot	30/06/2015	% sul tot	'16 vs'15
Italia	16.931	36,2%	14.361	38,0%	17,9%
Resto Europa	7.702	16,5%	677	1,8%	100,0%
Brasile	17.001	36,4%	20.034	53,0%	-15,1%
Colombia	2.543	5,4%	1.690	4,5%	50,5%
Altro	2.559	5,5%	1.035	2,7%	147,3%
Totale	46.736	100,0%	37.797	100,0%	23,7%

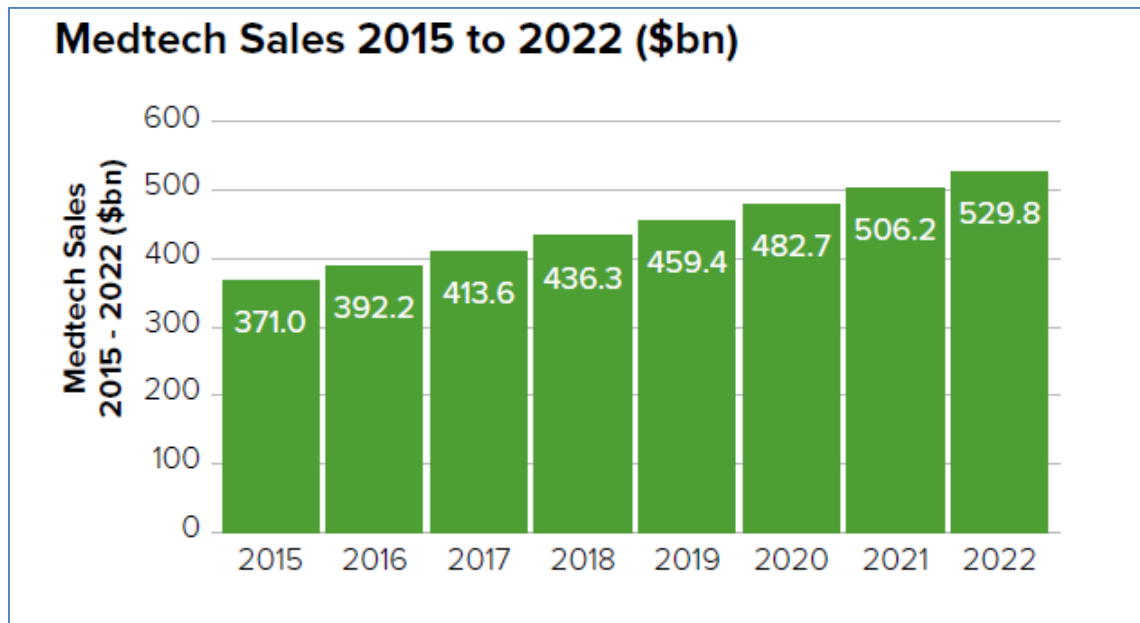
Fonte: www.bomigroup.com

La società brasiliana ha registrato un aumento di ricavi operativi in valuta locale pari al 5,9%, condizionato nella conversione in euro dall'andamento del tasso di cambio. Il fatturato dell'area Europa è circa il 53% del fatturato totale, in crescita rispetto al 40% del fatturato totale dello stesso periodo del 2015. Si riconferma dunque la tendenza al bilanciamento delle proporzioni tra i ricavi in euro e i ricavi in valuta, cosa che permette al Gruppo di meglio mitigare gli effetti di volatilità e macroeconomici sul proprio risultato.

Il margine operativo consolidato riclassificato prima degli ammortamenti, accantonamenti e depurato dai costi straordinari e non ricorrenti al 30 giugno 2016 ammonta a euro 3.789.002 pari al 8,1% del fatturato consolidato (a parità di cambi euro/valute del primo semestre 2015 il margine operativo consolidato riclassificato al 30 giugno 2016 sarebbe stato pari a euro 4.375.663 pari al 8,5% del fatturato consolidato), contro euro 3.429.083 dello stesso periodo dell'anno precedente, pari al 9,1% del fatturato consolidato 30 giugno 2015.

Nel 2015, il mercato dei *medical device* ha raggiunto i 357 miliardi di dollari. Entro il 2022 infatti è previsto che il suo valore globale raggiungerà quota 529,8 miliardi di dollari con un tasso di crescita del 7.7%.

Grafico 46 - Crescita spesa sanitaria mondiale



Fonte: www.aboutpharma.com

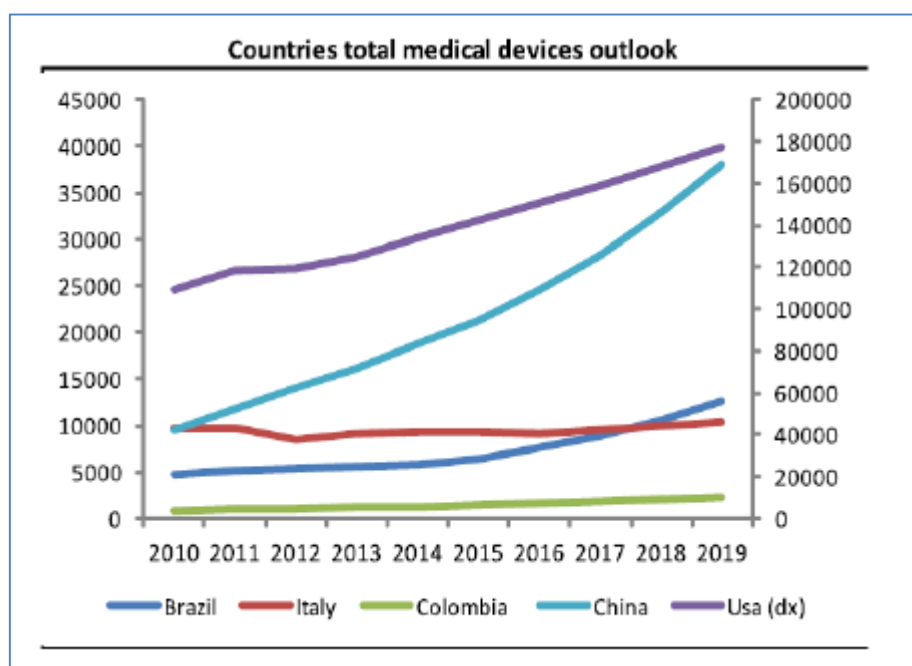
La dinamica sottostante alla crescita del settore è dovuta a:

- Invecchiamento della popolazione che nel lungo termine necessiterà di più cure a lungo termine con un'aspettativa di vita che è aumentata a livello globale, con un raddoppio in alcune nazioni nel corso del 20 ° secolo. L'aspettativa di vita dovrebbe aumentare da una stima di 72,7 anni nel 2013 a 73,7 anni entro il 2018. Il numero di persone al di sopra 65 potrebbe salire a più alto 1 miliardo nel 2030.
- Crescita della popolazione: la popolazione mondiale è previsto in aumento da 6.07bn nel 2000 a 8.92bn nel 2050, un fenomeno di crescita che interesserà prevalentemente le regioni meno sviluppate.
- La modernizzazione dei servizi sanitari nei mercati emergenti.
- L'aumento delle malattie croniche dovute all'età o allo stile di vita (urbanizzazione, sedentarietà, dieta irregolare, consumo di tabacco) incrementa la domanda di assistenza sanitaria e conseguentemente il livello di spesa.

- *Home Care*: questo segmento ha lo scopo di dare la possibilità ai pazienti di ricevere le cure a casa. Le soluzioni comprendono attrezzature terapeutiche, i dispositivi di assistenza respiratoria, dispositivi per la somministrazione di insulina, apparecchiature per dialisi. L'assistenza sanitaria ha il beneficio di contribuire alla riduzione della spesa pubblica.

Lo studio societario di *Hammer&Partners*, che ha effettuato una ricerca relativamente ai paesi dove opera per lo più il gruppo BOMI, stabilisce che il Brasile vedrà la crescita più forte, con un CAGR del 17,1% nel periodo 2014-19. Anche in Colombia una forte crescita della spesa nel settore con un CAGR del 13,8% CAGR confermerà le attese mentre l'Italia dovrebbe crescere di un più modesto 1,7% CAGR. Il dato riguardante gli Stati Uniti mostra un CAGR del 5,8%, ma la dimensione del mercato, 13 volte più grande del mercato italiano, mette in evidenza l'enorme potenziale di espansione di BOMI negli Stati Uniti.

Grafico 47 - CAGR spesa sanitaria per Paese



Fonte: ricerca società Hammer&Partners, elaborazione Espicom

I margini di crescita per il gruppo BOMI sono tutti localizzati all'estero, dove le aziende produttrici sono sempre più sotto pressione per portare i prodotti

rapidamente sul mercato a causa della forte concorrenza e del breve ciclo di vita del prodotto. Riduzione dei costi, assottigliamento dei margini dei guadagno, corsa al time to market migliore comportano la necessità di avere una società di distribuzione e stoccaggio efficientissima, e i costi altissimi che questo comporta conducono esattamente verso il Gruppo BOMI , ossia l'outsourcing a società già leader di mercato. *L'outsourcing* della logistica è uno strumento efficace di riduzione dei costi per le aziende biomedicali, specialmente per quelle aziende che non dispongono di un sistema distributivo evoluto. In media BOMI Group calcola che può ridurre il costo di produzione dei *players* di circa il 15%.

Lo scenario competitivo prevede una molteplicità di soggetti a giocare il ruolo di competitor , non sempre esattamente appartenenti allo stesso settore, ma con le potenzialità di entrarci per dimensioni o attraverso accordi partnership:

- Locale specializzata: aziende che operano solo nel proprio mercato con un focus sul segmento biomedica.
- Internazionale specializzata: rappresentano i concorrenti più diretti di BOMI, in quanto condividono lo stesso modello di business.
- Locale generalizzata: vi si posizionano aziende che operano in un solo mercato, ma non si concentrano su un segmento di mercato specifico.
- Generalisti internazionali: rappresentano ad oggi il più grande concorrente nel mercato della logistica.

Figura 15 - Analisi concorrenza BOMI Group



Fonte: Ricerca società K&TPartners

Il rischio più forte non deriverebbe dalle società dirette concorrenti, con le quali BOMI ha già vinto la sua guerra di mercato ma dai grossi player dei generalisti Internazionali sempre più spinti ad acquistare società specializzate nel segmento dei dispositivi medici, per acquisire le competenze del settore. Per quanto riguarda il mercato italiano, ad esempio, al fine di espandere la sua logistica nel settore, DHL ha acquistato Eurodifarm nel 2011. Secondo lo studio effettuato da KT&Partners: BOMI detiene una posizione di leadership di mercato in Italia e in Brasile. In Italia, BOMI ha una quota di mercato del 9,9% e precede DHL con l'8,8% e Chiapparoli Logistica con il 3,77%. In Brasile, BOMI ha una quota di mercato del 32% davanti a DHL e in Colombia ha una quota di mercato del 10,1%.

6.2. Struttura societaria

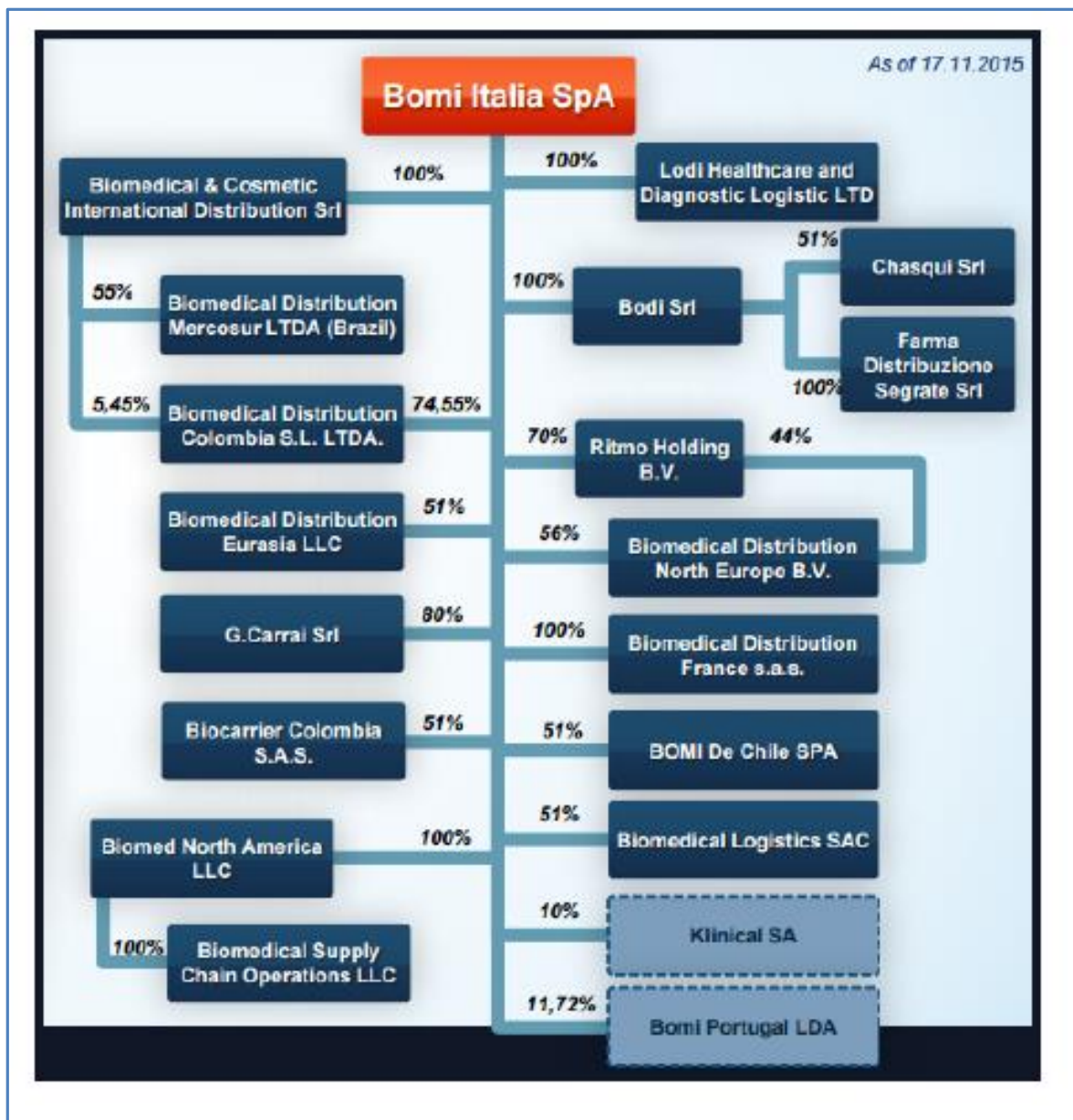
L'organigramma del gruppo BOMI testimonia come effettivamente la società abbia raggiunto un livello di complessità gestionale piuttosto elevata che per essere ben gestita, ed evitare perdite importanti, necessita della realizzazione di una holding di controllo con professionisti dedicati a tale gestione. Il costo dell'attività di *holding* è di 1.5 milioni di euro. La complessità gestionale da è

cresciuta anche grazie al programma di acquisizioni avviato e la tempistica ha reso necessario dotarsi di una holding affinché si possa puntare a crescere e diventare un qualcosa di più di una piccola multinazionale locale, potendo grazie al programma ELITE, tendere alla quotazione sul mercato.

All'inizio del percorso Elite, Marco Ruini, vicepresidente di BOMI dichiara:

“BOMI ha scelto Elite perché innanzitutto bisogna crederci nelle cose, e quindi abbiamo deciso di smetterla di lamentarci delle condizioni della finanza internazionale e di fare noi un passo verso la finanza”

Figura 16 - Struttura societaria BOMI Group



Fonte: www.bomigroup.com

6.3. Il Mini-bond Incentivante

Con queste necessità BOMI Italia decide quindi di porre in essere un'innovativa operazione: *l'IPO INCENTIVE BOND*.

Il 31 marzo 2014 infatti BOMI emette uno strumento obbligazionario non convertibile per un ammontare, integralmente collocato, di Euro 1,5 milioni

costituito da n. 1.500 obbligazioni emesse al valore nominale di Euro 1.000 cadauna (“alla pari”), con un lotto minimo di acquisto di n. 50 obbligazioni per singolo sottoscrittore. Lo strumento obbligazionario è quotato sul mercato ExtraMOT Pro, dedicato come abbiamo spiegato ai mini-bond e alle PMI.

Le caratteristiche principali del medesimo erano le seguenti:

- Una durata di tre anni dalla data di emissione 2014-2017, con rimborso *bullet*.
- Un tasso di interesse nominale fisso del 7,25% su base annua con pagamento di una cedola di interessi semestrale posticipata;
- Il rimborso anticipato automatico ed obbligatorio del prestito “alla pari” al verificarsi dell’ammissione a quotazione delle azioni dell’emittente sul mercato AIM Italia – Mercato Alternativo del Capitale;
- Il rimborso anticipato facoltativo del prestito “alla pari” su richiesta del singolo sottoscrittore, al mancato verificarsi della quotazione entro il termine del secondo anno dalla data di emissione ovvero in caso di sfioramento dei parametri finanziari previsti nel regolamento del prestito⁹⁷;
- Un *pay-out* maggiorato del 10%, in caso di rimborso a scadenza naturale dello strumento, così a restituire, al termine dei tre anni, il 110% del valore nominale del debito.

Essendo una delle prime operazioni del genere effettuate in Italia e tramite lo strumento del mini-bond, oltre al *pay-out* maggiorato, la società emittente assegna ai sottoscrittori delle obbligazioni complessivi n. 1.500.000 warrant ⁹⁸ gratuitamente, esercitabili come opzione in caso di ammissione a quotazione delle azioni dell’emittente su AIM Italia con *strike price* scontato sul prezzo di IPO. Detti warrant, nominativi e liberamente trasferibili, presentano le seguenti caratteristiche:

- Una durata di tre anni dalla data di emissione e quindi pari a quella del prestito obbligazionario.
- La possibilità di esercizio degli stessi (ottenendo quindi azioni dell’emittente) al verificarsi della quotazione delle azioni di BOMI su AIM Italia/Mercato Alternativo del Capitale (o altro mercato equivalente sostitutivo dello stesso).

- Uno *strike price* (prezzo di esercizio) scontato del 25% rispetto al prezzo di *IPO*.
- L'attribuzione di un numero di azioni variabile in relazione al numero di warrant portati in sottoscrizione rapportato al prezzo di *IPO*.
- La possibilità di pagamento dello *strike price* in denaro o a mezzo di compensazione con quanto dovuto dall'emittente a titolo di rimborso del prestito obbligazionario per effetto dell'*IPO*.
- Un obbligo di “*lock-up*”¹⁸¹ delle azioni ricevute a seguito dell'esercizio dei warrant per 6 mesi dalla data di *IPO* al fine di evitare comportamenti opportunistici nella fase appena successiva alla quotazione e/o alterare il prezzo delle azioni post *IPO*.

La breve descrizione dell'operazione si notano facilmente le caratteristiche per la quale prende il nome «mini-bond incentivante» o «*IPO incentive bond*» sia per la società emittente che per i sottoscrittori delle obbligazioni. La prima infatti sarà tenuta a mantenere performance di risultato che le consentano un approdo alla Borsa nel breve periodo rischiando in caso contrario il rimborso anticipato in caso di sfornamento dei *covenants* finanziari, presenti nel contratto di sottoscrizione del bond, o mancata quotazione entro un biennio e, dall'altro, la corresponsione di una penale (oltre al normale onere finanziario dato dal tasso di interesse) pari al 10% del prestito in caso di mancata quotazione entro il termine triennale dello strumento.

Questa forte spinta all'ammissione a quotazione consente all'emittente, con estrema facilità di trasformare il debito contratto con le obbligazioni in *equity* all'atto dell'*IPO* (sfruttando l'opzione consegnata ai sottoscrittori), generando in automatico una copertura totale a priori dello strumento finanziario ed un bassissimo rischio di default di rimborso.

I sottoscrittori invece avranno da guadagnarci nel sottoscrivere l'operazione sia che dalle normali cedole semestrali, anche da un guadagno derivante dall'*upside*

¹⁸¹ Il Glossario Finanziario di Borsa Italiano definisce il lock up come: Clausola che sancisce l'impegno della società emittente ed eventualmente di alcuni azionisti a non compiere determinate azioni sul capitale della società stessa nel periodo successivo ad un'operazione di offerta pubblica.

gain usufruibile, in sede di quotazione, come sconto del 25% sul prezzo dell'azioni in fase di IPO al pubblico; inoltre la somma che dovrebbero alla società emittente (nel caso decidessero di diventarne azionisti) e che, in quel caso si appresta alla quotazione, sarà compensata (dato il meccanismo di rimborso obbligatorio del prestito) da quanto dovuto loro dalla società emittente a titolo di rimborso del bond, semplicemente attivando l'opzione warrant da essi detenuta evitando ulteriori prestazioni di pagamento.

Oltre a quanto sopra il mini-bond incentivante presenta degli ulteriori benefici in capo alla società emittente. Gli oneri finanziari dello strumento (ed i costi di emissione in generale) vengono infatti trasformati in benefici in termini di miglioramento del posizionamento del marchio, migliore pubblicità nei confronti dei clienti e fornitori, maggiore visibilità internazionale e miglioramento dello *standing* creditizio nei confronti delle istituzioni finanziarie. E' doveroso specificare, che dato il carattere innovativo dello strumento in esame, il ritorno mediatico è stato superiore rispetto ad una "normale" emissione di mini-bond.

L'operazione comporta altresì degli ulteriori indubbi vantaggi consentendo alla società emittente di finanziare i propri progetti di sviluppo anche nell'ottica della quotazione nel breve periodo .

L'emissione del bond così strutturato consente inoltre un vero e proprio *fast track* ed una via preferenziale per la quotazione attraverso la preliminare apertura del capitale a soggetti «istituzionali» creando nel contempo uno strumento di debito le cui fonti di rimborso sono già sostanzialmente coperte o facilmente reperibili per effetto della stessa quotazione.

I vantaggi di chi sottoscrive lo strumento sono da ricondurre al fatto che lo stesso strumento consente di partecipare alla creazione di valore della società e, quale diretta conseguenza, di beneficiare di una remunerazione aggiuntiva e referenziale in sede di quotazione delle azioni, e nel contempo, di avere una via preferenziale per la conversione del debito in capitale della società emittente.

Il mini-bond incentivante si presenta quindi come un utile strumento volto ad accelerare il perseguimento di determinati obiettivi aziendali. Lo strumento ha avuto un forte successo quindi, grazie anche alla sua capacità di creare nel breve

termine valore patrimoniale per la società ma anche un valore non materiale rendendola conosciuta a investitori di grandi dimensioni, ma aprendole anche le porte verso operazioni di crescita future, garantendo maggiore solidità e apertura nella disponibilità a vedersi concesse operazioni economiche da parte di finanziatori esterni.

6.4. Quotazione su AIM Italia

In poco più di due anni, esattamente il 23 giugno 2015 BOMI Italia S.p.A pubblica il comunicato di Ammissione alle negoziazioni su AIM Italia / Mercato Alternativo del Capitale con un'offerta complessiva pari a circa 19.4 milioni di euro. Il comunicato era il seguente¹⁸²:

“L’ammissione è avvenuta a seguito: (i) del collocamento di n. 3.999.500 nuove azioni ordinarie senza indicazione del valore nominale, di cui massime n. 2.909.000 azioni a valere sull’aumento di capitale destinato al collocamento istituzionale e massime n. 1.090.500 azioni a valere sull’aumento di capitale destinato all’offerta retail, nonché (ii) di un’ulteriore collocamento istituzionale di n. 1.500 obbligazioni convertibili. Il prezzo unitario delle azioni ordinarie oggetto di collocamento è stato fissato dall’organo amministrativo della Società in euro 2,75 con una capitalizzazione dell’Emittente, alla data di inizio delle negoziazioni, ed assumendo l’integrale efficacia dell’esercizio dei Warrant (di cui sotto), prevista in circa euro 42 milioni. L’ammissione a quotazione delle azioni di BOMI costituisce altresì un evento di rimborso anticipato obbligatorio del prestito denominato “BOMI Italia S.p.A. – Tasso Fisso 7,25% – 2014/2017” avente un valore nominale complessivo di euro 1,5 milioni, emesso dalla Società in data 31 marzo 2014 ed ammesso a quotazione sul segmento professionale del mercato ExtraMOT di Borsa Italiana S.p.A. (c.d. “Minibond Incentivante”). Pertanto, il predetto prestito obbligazionario sarà integralmente rimborsato, in uno con la cedola in pagamento, alla data di inizio delle negoziazioni. Si

¹⁸² Banca Popolare di Vicenza , Documento Ammissione a mercato AIM MAC ITALIA di BOMI S.p.A., Milano Giugno 2015.

comunica altresì che tutti i n. 1.500.000 “Warrant Azioni Ordinarie BOMI Italia S.p.A. 2014-2017” abbinati alle obbligazioni a valere sul predetto Minibond Incentivante, sono stati completamente esercitati dai relativi portatori con diritto all’attribuzione di n. 728.151 azioni di compendio aventi le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione e con integrale sottoscrizione, pertanto, del relativo aumento di capitale a servizio, per un ammontare complessivo di euro 1,5 milioni. L’Offerta Globale ha registrato una domanda complessiva superiore alla stessa, sia nella parte dell’offerta al pubblico che nella parte del collocamento istituzionale azionario ed obbligazionario. Si segnala che gli azionisti dell’Emittente Palmberg International B.V., Giorgio Ruini, Innovation & Opportunity S.r.l., Giuseppe Ferrario, Roberto Rovida, Rosetta Ranno, Stefano Camurri, Marco Ruini e Silvia Ruini hanno concesso a Banca Popolare di Vicenza S.C.p.A., nella sua qualità di Global Coordinator, un’opzione di acquisto di massime n. 545.000 ulteriori azioni ordinarie al prezzo di collocamento (c.d. “Greenshoe”) esercitabile, in tutto o in parte, entro 30 giorni successivi alla data di inizio delle negoziazioni delle azioni della Società su AIM Italia, ciò allo scopo di coprire l’obbligo di restituzione riveniente dall’eventuale over allotment nell’ambito del collocamento istituzionale e della relativa attività di stabilizzazione.

Per effetto di tutto quanto precede, a fronte del perfezionamento dell’Offerta Globale e dell’esercizio dei Warrant nonché assumendo il totale esercizio della Greenshoe – in virtù dell’over allotment – l’ammontare complessivo della dell’offerta in sede di IPO (ed in prossimità della stessa), ammonta a euro 19,4 milioni. Il flottante della Società post quotazione sarà pari al 18,86% del capitale sociale. Nell’ipotesi di assumere l’integrale esercizio della Greenshoe e l’integrale efficacia dell’esercizio dei Warrant, i nuovi azionisti, non vincolati da accordi di lock-up superiori a 6 mesi, deterranno circa il 33,6% del capitale sociale della Società.”

Con la quotazione la società si appresta a incanalarsi nel suo percorso di crescita dimensionale, avviato peraltro già con le operazioni di M&A prima descritte:

1. Chasdui SRL: nel dicembre 2013 vi è la prima “piccola” operazione del gruppo BOMI che ha acquisito il 51% di Chasdui SRL, un fornitore di trasporto verticale. Chasgui è una società di consegna di assistenza domiciliare specializzata attiva nel nord Italia, che ha portato a BOMI nel 2014, sinergie per 195,000 euro, con un utile netto di euro 30.000.
2. BOMI de Chile: marzo 2014 BOMI ha riacquistato dal suo *franchiser* la divisione dei *medical device* per 200,000 euro. Nel 2014 il margine operativo lordo per l'azienda era EUR65,000.
3. Farma Distribuzione Segrate: Nel dicembre 2014 BOMI ha acquistato Farma Distribuzione per 2,55 milioni di euro.
4. G. Carrai SRL: Nel maggio 2015 BOMI Group ha acquistato l'80% del G.Carrai per EUR 1.44M, diventando leader di mercato in Italia nell'home care con una quota di mercato del 70-75%.

Successivamente all'IPO nel mese di novembre 2015, BOMI ha concluso l'acquisizione dell'azienda olandese Ritmo Holding, insediandosi in una zona molto strategica per consegnare nel Nord Europa e in 48 ore nel Regno Unito. Secondo il piano di crescita i futuri sviluppi si avranno nel Sud America (Brasile per lo più) e in Nord America (essendo un mercato di enormi dimensioni).

Figura 17 - Operazioni M&A ante quotazione



Fonte: www.bomigroup.com

Uno studio societario del 2 ottobre 2015 della KT&Partners, attribuisce al titolo BOMI un prezzo di mercato di 3,26 euro. L'aspetto da evidenziare è che il prezzo di mercato, invece non rappresenta i fondamentali e si registra un valore sottovalutato del prezzo dell'azione BOMI che gli esperti attribuiscono alla scarsa liquidità del mercato AIM. Il 28 gennaio 2016 BOMI comunica l'avvio del programma di acquisto di azioni proprie. *“La durata del programma di acquisto è stata stabilita dal Consiglio di Amministrazione nel periodo compreso tra il 29 gennaio 2016 e il 31 ottobre 2016. I principali obiettivi che il Consiglio di Amministrazione intende perseguire mediante tale piano sono (i) intervenire per contenere eventuali movimenti anomali delle quotazioni e per regolarizzare l'andamento delle negoziazioni e dei corsi, a fronte di fenomeni distorsivi legati ad un eccesso di volatilità o ad una scarsa liquidità degli scambi; (ii) utilizzare le azioni proprie come oggetto di investimento per un efficiente impiego della liquidità e come oggetto di partecipazione ad operazioni di mercato, nell'ambito*

di accordi con partner strategici che rientrano nella strategia di sviluppo della Società, la cui realizzazione richieda l'utilizzo di azioni ordinarie di BOMI Italia S.p.A. a titolo di corrispettivo di pagamento.”

A termine del 2016 BOMI ha affermato di aver condotto con successo l'operazione di buy-back, e pronta a cedere parte delle proprie azioni in operazioni di acquisizione future, obiettivi di crescita da ricondurre alla strategia aziendale impostata fino al 2022.

In conclusione è utile osservare che , come affermato nel comunicato di ammissione, la cedola pagata dal mini-bond abbia avuto un rendimento del 7,25% oltre agli incentivi offerti ai sottoscrittori (e pienamente realizzati anche grazie alla quotazione): l'entità di questo rendimento è una conferma della validità dell'investimento in una forma alternativa (almeno per le PMI) di raccolta di capitale quale è un'emissione di Bond aziendale. Un rendimento del genere è difficile da riscontrare in operazioni di investimento azionario né tantomeno in quelle obbligazionarie di matrice statale o imprese di grandi dimensioni. Sicuramente per l'impresa rappresenta un costo maggiore , anche per il tempo e le risorse ante emissione necessarie ad istituirla e pubblicizzarla, però il guadagno ricevutone si è espresso anche in termini di visibilità commerciale. E grazie a questa operazione, la stessa BOMI ora che si è dotata di una holding societaria a tutti gli effetti può proseguire il proprio percorso di crescita avvalendosi delle conoscenze finanziarie acquisite durante questo processo e spendere il *know-how* (perché no anche a livello di conoscenze assunte da parte dei Keys manager) nelle future operazioni di M&A e partnership.

CONCLUSIONI

La crisi degli ultimi anni ha evidenziato criticità prima non esattamente percepite o evidenti, ne ha acuite delle altre e ha spronato i governi europei e non ad attuare importanti riforme normative e operazioni di rimodulazione delle politiche monetarie, fiscali e finanziarie. Nel complesso la fase di *credit crunch* che ha condotto l'Europa sull'orlo di una recessione profonda, evitando di entrare nell'analisi dei singoli paesi, ha evidenziato come il canale del credito bancario sia bloccato non tanto dal lato della domanda quanto da quello dell'offerta di credito, a causa soprattutto delle stringenti regolamentazioni in termini di requisiti patrimoniali e di valutazione dei rischi dei soggetti prenditori. A soffrire di questa situazione normativa sono state per lo più le piccole e medio imprese, quello che è considerato a tutti gli effetti il tassello basilare del sistema economico europeo, e che rappresenta il 95% della tipologia di impresa presente in Europa, proprio perché viste come più rischiose e anche come le imprese nelle quali è più difficile ottenere equa remunerazione nell'implementazione di progetti di crescita sostenuti.

Così come visto nel corso del lavoro ovvero, soluzioni a questo problema di mera efficienza allocativa dimostrano come anche le imprese sappiano reagire a questa situazione di stallo e come sia possibile by-passare il canale bancario, appoggiandosi a canali di finanziamento alternativo. Le emissioni obbligazionarie, ma specialmente il mini-bond in quanto riferito anche ad imprese non quotate, che non siano banche e micro imprese e che presentino ottimi requisiti di solvibilità finanziaria, rappresentano la potenziale alternativa al finanziamento di matrice bancaria. Secondo il rapporto *Cerved* la possibilità di ricorrere al mercato dei capitali tramite emissione di mini-bond, in relazione alle aziende che ne dispongono le possibilità e rispettano i requisiti minimi, si riferirebbe a ben 33000 imprese e pensare che solo nel 2016 si è raggiunta la cifra di 197 strumenti quotati (con solo 20 nel terzo trimestre).

Dal punto di vista normativo possiamo affermare che il Governo negli anni precedenti ha fatto molto per rendere più appetibile lo strumento in questione e agevolarne il ricorso da parte delle imprese. Basti pensare ai vari Decreti Sviluppo e Sviluppo Bis che hanno concesso la possibilità di dedurre gli interessi passivi nel limite del 30% del Risultato Operativo Lordo (ROL) (sempre che i titoli siano negoziati in MTFs o mercati regolamentati di Paesi Ue o *SEE White List*, e non siano detenuti da investitori professionali per quantitativi superiori al 2% del capitale dell'emittente) , oppure alla possibilità per gli investitori qualificati di vedersi disapplicata la ritenuta del 26% sugli interessi e i proventi derivanti dall'investimento in mini-bond e titoli simili anche quando non sono negoziati in mercati regolamentari o MTFs.

D'altra parte va anche messo in evidenza che l'investimento e il ricorso ai mini-bond presenta ancora tutt'oggi delle criticità dovute ad una mancanza forte di trasparenza informativa nei confronti degli investitori. Una soluzione a questo problema potrebbe essere l'introduzione dell'assegnazione di un rating, da parte di una delle agenzie certificate dall'ECAI, come ulteriore requisito per procedere all'emissione di uno strumento obbligazionario consentirebbe di avere maggiore fiducia da parte degli investitori nel grado di giudizio del merito creditizio dell'emittente: sono troppe le difficoltà soprattutto per le piccole imprese di dotarsi di sistemi di informativa e reportistica efficiente a tal punto da garantire una sempre puntuale informazione dei suoi investitori.

Altro svantaggio è riconducibile ai costi di emissione e alla difficoltà di strutturazione di un'operazione del genere: i costi dovuti alle consulenze degli *Advisor* e *Arranger*, che accompagnano la società lungo il processo di emissione, ma anche un costo della cedola che se pur in calo ancora con valori superiori al 5%, rendono questo strumento molto oneroso se rapportato ad altri canali di finanziamento (in primis quello bancario). Per ora ricorrere ad un'emissione obbligazionaria è inoltre un modo per aggirare il canale bancario ma l'emissione e la distribuzione dipendono comunque dalle banche. Lo strumento dei mini-bond consente alle imprese di finanziarsi attraverso il canale del mercato di debito, alternativo rispetto al credito erogato dagli istituti bancari ma in assenza

di un sistema di mercato poco sviluppato, le emissioni devono comunque dipendere dalle banche o da altri soggetti autorizzati indipendenti per essere sottoscritti poi dagli investitori istituzionali.

Ponendo il discorso in maniera diversa e valutando quali potrebbero essere le riforme utili a rendere lo strumento maggiormente accessibile a imprese e investitori si potrebbe ad esempio allargare la possibilità di emettere titoli obbligazionari anche alle micro-imprese, allargando la schiera dei soggetti interessati di ulteriori 10mila soggetti idonei dal punto di vista dei requisiti di solvibilità, certo è che andrebbe a questo punto risolto in maniera antecedente al questione relativa ai costi che diventerebbe proibitiva per imprese di questo genere (con fatturato inferiore ai 2 milioni di euro e/o con numero di dipendenti inferiore a dieci). Altra importante novità potrebbe essere quella di ampliare la schiera degli investitori includendo anche gli investitori privati, poiché ad oggi la possibilità di investire in mini-bond è concessa solo a investitori qualificati: concedere alla clientela privata la possibilità di entrare a far parte del pubblico degli investitori, o per mezzo di un mercato più trasparente e maggiormente regolato o quantomeno grazie alla creazione di un veicolo finanziario, come potrebbe essere un fondo di debito dotato di un alto livello di professionalità dei propri operatori e una quota d'ingresso inferiore rispetto ai tagli minimi richiesti agli investitori istituzionali.

Relativamente alle ulteriori alternative di finanziamento rispetto al canale bancario nell'elaborato è presentata come valida alternativa il ricorso al mercato azionario tramite emissione sul mercato *AIM MAC*. La caratteristica di questo mercato di essere deliberatamente creato per le PMI risulta evidente dai requisiti di base richiesti per l'accesso alla quotazione molto meno complessi rispetto a MTA; procedure di ammissione semplificate e gestite direttamente da Borsa Italiana; la presenza del *Nominated Adviser* (il c.d. *NomAd*”) a fianco della società, sia in fase di ammissione che di permanenza sul mercato, che aiuta e supporta l'emittente su ogni questione riguardante l'emissione.

Il ricorso al mercato azionario comporta sicuramente un lungo elenco di

vantaggi: impone modifiche operative, strutturali, nei sistemi di gestione e di reportistica e informativa, è una forte spinta all'innovazione ed internazionalizzazione, garantisce maggiore visibilità all'impresa e attrae un management maggiormente qualificato; allo stesso tempo pone in evidenza quelli che sono i punti deboli e le mancanze del sistema economico italiano, dove una scarsa cultura finanziaria impedisce e limita, incrementando le difficoltà, la crescita delle PMI, soprattutto quelle a conduzione familiare dove l'ingresso di nuovi soci nel capitale di rischio è vista con cattivo occhio come preludio alle perdita di proprietà della società (quando questo rischio è facilmente "eliminabile" quotando sul mercato una quota minoritaria, ed oggi inoltre, il mantenimento del controllo risulta più facile grazie alle azioni a voto plurimo). Problematiche evidenti dai numeri dei primi 9 mesi del 2016 che testimoniamo un numero esiguo di nuove quotazioni, vari *delisting* e una preferenza maggiore verso altri canali. Debolezza che risaltano maggiormente se confrontate con i mercati similari e concorrenti di base nelle altre nazioni europee, con *AIM UK* e *Entry Standard* a fare da protagoniste e capaci di attrarre *small* e *mid caps* non solo nazionali ma anche europee e addirittura mondiali operanti nei diversi settori. Di sicuro un miglioramento auspicabile sarebbe quello di internazionalizzare maggiormente le prospettive di crescita delle imprese italiane, vedendo di buon auspicio le azioni dei precedenti mesi da parte del Governo e delle Camere di Commercio locali nell'esportare e presentare agli investitori dei paesi in maggiore sviluppo non solo le multinazionali italiane ma anche le eccellenze di più modeste dimensioni ma capaci di sostenere aggressive sfide concorrenziali. Un ulteriore spunto di miglioramento dovrebbe riguardare la crescita della cultura finanziaria delle imprese italiane, troppo arretrata rispetto alle concorrenti europee e troppo diffidente rispetto a coloro che si pongono come alternativa alla semplice linea di credito concessa dalla banca di fiducia.

Come ultima alternativa, anche se in ordine inverso rispetto a come presentato nell'elaborato, è interessante valutare i nuovi strumenti di *direct fund lending* tra i quali sicuramente quello con le migliori prospettive di sviluppo è rappresentato dall'*equity crowdfunding*. Oggetto di importanti riforme e indirizzato a nuove

forme societarie come la start-up innovativa (impresa con forte propensione all'innovazione e con obblighi percentuali di fatturato da destinare al reparto R&S), *l'equity crowdfunding* è da ritenere per i prossimi anni la vera alternativa, insieme all'emissione di mini-bond, al canale bancario. Sicuramente tra le caratteristiche migliori sono da rilevare l'apertura con il Decreto Crescita 3.0 alla sottoscrizione di quote di capitale di rischio anche alle PMI Innovative, agli OICR e alle società di capitali che investono principalmente in PMI e start-up innovative; ma anche l'apertura all'investimento, preclusa nelle altre forme di finanziamento finora analizzate, da parte degli investitori *retail* che possono in pochi passi, accedere al portale online e, valutata la convenienza e la rilevanza della proposta, procedere alla sottoscrizione di quote di capitali (è bene ricordare la necessaria precompilazione del questionario di investimento consapevole diretto a garantire la consapevolezza dei rischi dell'investimento in questione). È a tutti gli effetti una reale alternativa soprattutto per quelle imprese che hanno una forte spinta alla crescita, nate da poco ma che presentano progetti di ampio sviluppo e di forte richiesta sul mercato. Per capire la portata dell'innovazione basterebbe valutare le deroghe alla normativa societaria concesse alle start-up innovative, e la normativa emessa in relazione a tale strumento che hanno posto l'Italia in una posizione avanguardista rispetto al resto d'Europa. Ulteriore elemento di forza è la facilità di utilizzo e la bassa soglia di accesso all'investimento che secondo l'ultimo report sul *crowdfunding* del Politecnico di Milano nella maggior parte dei casi non superava le 100 euro.

In conclusione d'analisi, è possibile rilevare come le alternative presentate non siano esaustive, ma tali da rappresentare quelle al momento più valide. Una considerazione finale permetterebbe di porre l'emissione di obbligazioni, come i mini-bond, adatta per lo più ad imprese già ben posizionate nel mercato e con l'intenzione di sfruttare le risorse raccolte per mettere in moto e portare a conclusione nel medio periodo progetti di sviluppo, crescita e mantenimento della capacità competitiva; d'altra parte *l'equity crowdfunding* rappresenta una validissima alternativa alle stringenti politiche creditizie bancarie per quelle imprese che hanno un chiaro progetto di crescita e, allo stesso tempo, rischiose

probabilità di successo, un binomio che spesso e volentieri esclude l'istituto banca come soggetto finanziatore e apre le porte alle risorse di *venture capitalist* e *business angels* attratti dagli alti rendimenti realizzabili in breve termine. La quotazione su un mercato dedicato come l'AIM MAC è da considerare ancora un processo macchinoso e al di fuori troppo complesso e dispendioso da operare: progetto da avviare solamente quando all'interno dell'azienda è già presente personale preparato finanziariamente e dotato di una buona dose di autonomia decisionale e risorse da destinare al progetto o quando si voglia attuare uno *step* verso l'internalizzazione o affermazione della società su mercati esteri o dimensionalmente importanti.

Infine un piccolo discorso merita anche la questione, forse finora messa in disparte, relativa alla domanda di finanziamenti: perché se da una parte il ricorso e le disponibilità di finanziamenti bancari si fanno più limitate, dall'altro è da realizzare anche una limitata presenza, con percentuali in leggera crescita, di investitori istituzionali pronti a destinare risorse dei fondi che gestiscono verso sottoscrizioni di quote capitali o titoli obbligazionari derivanti da piccole e medio imprese. Un fenomeno che presenta, come detto percentuali di miglioramento, ma che risente ancora di una avversione ad investimenti rischiosi scaturente dalla situazione economica degli anni precedente e per i quali dal punto di vista normativo-agevolativo sono stati fatti importanti riforme che andrebbero valutate e sfruttate con maggiore intensità.

INDICE DEI GRAFICI

Grafico 1 - Redditività e copertura investimenti imprese italiane	11
Grafico 2 - Leva finanziaria e composizione dei debiti finanziari delle imprese italiane 2011-2015	13
Grafico 3 - Costo del credito per dimensione di impresa.....	15
Grafico 4 - Prestiti Bancari alle imprese	24
Grafico 5 - Imprese che dichiarano di non conoscere le misure di politica industriale (Valori %)	32
Grafico 6 - Posizionamento geografico delle imprese protagoniste delle campagne di <i>equity crowdfunding</i>	62
Grafico 7 - Segmentazione target campagne di <i>equity crowdfunding</i>	63
Grafico 8 - Importo minimo di investimento ammesso nelle campagne	64
Grafico 9 - Area di business delle imprese protagoniste delle campagne	65
Grafico 10 - Categorizzazione per sesso ed età degli investitori	66
Grafico 11 - Segmentazione degli investitori.....	67
Grafico 12 - <i>Timetable</i> Operativo	86
Grafico 13 - Presenza rating su totale emissione mini-bond Italia	109
Grafico 14 - Distribuzione della cedola con distinzione tra mini-bond con emissione sopra e sotto i 50 milioni di euro	138
Grafico 15 - Analisi grafica mercato Mini-bond fatturato imprese emissioni inferiori ai 50 milioni di euro	139
Grafico 16 - Analisi grafica mercato Mini-bond cedola	140
Grafico 17 - Analisi grafica mercato Mini-bond breakdown per settore industriale	141
Grafico 18 - Presenza del rating sui mini-bond	142
Grafico 19 - Presenza di garanzie relative al rimborso	143
Grafico 20 - Analisi grafica mercato Mini-bond breakdown per settore industriale	143
Grafico 21 - Evoluzione e Numero di società quotate e Market Cap	172
Grafico 22 - Numero di Ipo e raccolta su AIM Italia 2016.....	172
Grafico 23 - Raccolta divisa per settori di appartenenza	173

Grafico 24 - Composizione regionale delle società quotate	174
Grafico 25 - Crescita percentuale del fatturato e dell'EBITDA	175
Grafico 26 - Nazionalità e distribuzione percentuale investimento degli Investitori Istituzionali su AIM Italia.....	176
Grafico 27 - Indice FTSE AIM ITALIA.....	177
Grafico 28 - Controvalore medio giornaliero.....	177
Grafico 29 - Cambiamenti del Profitto e Debito delle PMI europee divise per dimensioni	182
Grafico 30 - Elementi di variazioni del profitto per le PMI europee	183
Grafico 31 - Cambiamenti nel rapporto debty/equity e costo interesse per le PMI europee	184
Grafico 32 - Struttura finanziaria delle PMI europee.....	185
Grafico 33 -Variazioni nel ricorso ai finanziamenti esterni delle PMI europee.....	186
Grafico 34 - Variazioni rapporto disponibilità e bisogno prestiti bancari	187
Grafico 35 - Utilizzo finanziamenti per le PMI europee.....	188
Grafico 36 - Variazioni nelle disponibilità a concedere finanziamenti per PMI divise per Paese	189
Grafico 37 - Analisi e variazioni costi di finanziamento	190
Grafico 38 - Cambiamento delle aspettative sulle disponibilità finanziaria delle PMI europee	191
Grafico 39 - Numero società quotate nel 2016	211
Grafico 40 - Storico delle società quotate sui diversi mercati	212
Grafico 41 - Divisione settoriale società quotate su AIM UK	213
Grafico 42 - Divisione settoriale società quotate su <i>Entry Standard</i>	214
Grafico 43 - Divisione settoriale società quotate su Enternext	214
Grafico 44 - Divisione settoriale società quotate su AIM MAC.....	215
Grafico 45 - Divisione settoriale società quotate su <i>Entry Standard</i>	216
Grafico 46 - Crescita spesa sanitaria mondiale	230
Grafico 47 - CAGR spesa sanitaria per Paese.....	231

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1 Struttura schematica del sistema finanziario	4
Figura 2 - Funzionamento piattaforma <i>Workinvoice.it</i>	39
Figura 3 - Soggetti coinvolti	88
Figura 4 - Schema assegnazione giudizio di rating	101
Figura 5 - Struttura formulazione e assegnazione giudizio di rating <i>Cerved Group</i>	105
Figura 6 - Processo assegnazione Rating <i>solicited</i>	107
Figura 7 - Analisi grafica mercato Mini-bond 30 settembre 2016	137
Figura 8 - Distribuzione geografica delle aziende quotate in AIM UK.....	197
Figura 9 - Prospettive di investimento su AIM UK.....	198
Figura 10 - Costi di quotazione su AIM UK.....	198
Figura 11 - Posizionamento geografico aziende quotate su <i>EnterNext</i>	200
Figura 12 - Processo di quotazione su <i>Entry Standard</i>	204
Figura 13 - Logo BOMI Group.....	225
Figura 14 - Posizionamento globale BOMI Group nel 2016.....	227
Figura 15 - Analisi concorrenza BOMI Group.....	233
Figura 16 - Struttura societaria BOMI Group.....	235
Figura 17 - Operazioni M&A ante quotazione	242

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1 - Credito alle imprese	14
Tabella 2 - Attività e passività finanziarie delle imprese	18
Tabella 3 - Classificazione PMI	20
Tabella 4 - Statistiche sulle offerte di <i>equity crowdfunding</i> in Italia	62
Tabella 5 - <i>Cerved Group Rating</i>	106
Tabella 6 - Analisi grafica mercato Mini-bond inferiori ai 50 milioni di euro	137
Tabella 7 - Requisiti accesso mercato AIM – MAC	157
Tabella 8 - Obiettivi e strategie dell'impresa in fase di ammissione all'AIM.. ..	160
Tabella 9 - Analisi e variazioni costi di finanziamento.....	196
Tabella 10 - Confronto tra <i>AIM</i> e <i>AIM Uk</i>	208
Tabella 11 - Confronto tra <i>ENTERNEXT</i> e <i>Entry Standard</i>	209
Tabella 12 - Confronto tra mercati europei per le PMI.....	210
Tabella 13 - Ricavi operativi BOMI Group per Paese (2015)	229

BIBLIOGRAFIA

ACCORNERO M., FINALDI RUSSO P., GUAZZAROTTI G. E NIGRO V., *First-time corporate bond issuers in Italy*, in Banca d'Italia, "Questioni di economia e finanza", Roma, 2015.

Banca D'Italia, *Disposizioni di Vigilanza raccolta del Risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, Roma, Novembre 2015.

Banca D'Italia, *Relazione Annuale 2015*, Roma 2016.

Banca Popolare di Vicenza, *Documento Ammissione a mercato AIM MAC ITALIA di BOMI S.p.A.*, Milano Giugno 2015.

CALUGI R., PAGLIETTI G., *Minibond istruzioni per l'uso*, Camera di Commercio, Milano, 2016.

Camera dei Deputati, *Agenzie di rating del credito*, Atto del Governo 148, Dossier n. 149, Roma, 18 febbraio 2015.

CAPUTO NASSETTI F., *Mini-bond- la riforma introdotta dal D.L. "Destinazione Italia" e lo sviluppo del mercato*, in Atti del Convegno Paradigma, Milano, 17 febbraio 2014.

Cerved Group, *Metodologia di Rating*, Cerved Rating Agency, Milano, Maggio 2014

Commissione Europea, *Green Paper Building a Capital Markets Union*, Bruxelles, 18 Febbraio 2015.

Commissione Europea, *Green Paper Long-Term Financing of The European Economy*, Bruxelles, 25 Marzo 2013.

Commissione Europea, *L'Action Plan sulla Capital Markets Union della Commissione europea*, Bruxelles, Settembre 2015.

Commissione Europea, *Raccomandazione della Commissione relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese* in Gazzetta Ufficiale Unione Europea, Bruxelles, 6 maggio 2003.

Confcommercio Venezia, *Le piccole e medie imprese in Italia*, Venezia, 2006.

CULICCHI R., PUNA J., *I nuovi strumenti di finanziamento per le imprese: i c.d. Mini-bonds*, in “Diritto Bancario”, Gennaio 2014.

FERRARI A., GUALANDRI E., LANDI A., VEZZANI P., *Il sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*, Giappichelli, Torino 2016.

GIUDICI G., DE PAOLI S., DICKMANN P., FUSÈ A., SABATINI L., *Secondo Report Italiano sui Minibond*, Osservatorio sui Mini-bond, Politecnico di Milano, Milano Marzo 2016.

GIUDICI G., PIVA E., ROSSI LAMASTRA C., LA BELLA A., NOSEDA E., VIGANÒ S., *Primo Report Crowdfunding Italia*, Osservatorio Crowdfunding, Politecnico Milano, 2016

Invid, *Rapporto Invid 2015*, Milano 2015

Istat, *Rapporto annuale 2015*, Roma 2015.

LERRO A. M., *Decreto Crescita 3.0: PMI innovative ed estensione dell'equity crowdfunding*, Febbraio 2015

Ministero dello Sviluppo Economico, *Small Business Act. Le iniziative a sostegno delle micro, piccole e medie imprese adottate in Italia nel 2014 e nel primo semestre 2015*, Rapporto 2015, Roma 2015.

MORICHINI C., *Minibond alla prova del nove*, “Finanziamenti & Credito”, Milano 2014.

MULLER P., DEVNANI S., JULIUS J., GAGLIARDI D., MARZOCCHI C., *Annual Report on European SMEs 2015/2016*, Commissione Europea,

Bruxelles, 2016.

PERRAGINA F., *La quotazione in Borsa delle piccole/medie imprese*, Sole24 Ore, Milano, Giugno 2007.

QUAGLIARIELLO M., *Dall'analisi della qualità degli attivi allo stress test europeo. Asset quality assessment and stress test for European banks*, EBA, Londra 2013.

RYBCZYNSKY T.M, «*Investment Banking: Its Evolution and Place in the System*», in *Investment Banking, Theory and Practice*, GARDNER E., MOLINEUX P., Euromoney, Londra 1996.

SANTORO A. - *Il mini-bond 'incentivante': il caso Bomi* , Amministrazione & finanza volume 30, 2015.

SILVESTRI A., *Profili critici e aspetti evolutivi del regime fiscale dei mini-bond. Le novità del D.L. "Destinazione Italia"*, Atti del Convegno Paradigma, Milano, 17 febbraio 2014.

SITOGRAFIA

<http://alsagora.blogspot.it>

<http://argomenti.ilsole24ore.com>

<http://documenti.camera.it>

<http://economia.unipr.it>

<http://epic.it>

<http://eur-lex.europa.eu>

<http://ican.tddirectinvesting.co.uk>

<http://paglietti.eu>

<http://ratingagency.cerved.com>

<https://it.wikipedia.org>

<https://know.cerved.com>

www.abi.it

www.aboutpharma.com

www.aimnews.it

www.altalex.com

www.analisiaziendale.it

www.bancaditalia.it

www.bankpedia.org

www.bomigroup.com

www.bomigroup.com

www.borsaitaliana.it

www.consob.it

www.consob.it

www.consob.it

www.consob.it/

www.deutsche-boerse-cash-market.com

www.eurofidi.it

www.euronext.com

www.fe.camcom.it

www.finance.yahoo.com

www.finanzaonline.com

www.ilsole24ore.com

www.ilsole24ore.com

www.incubatoritoscani.it

www.insidemarketing.it

www.investireoggi.it

www.kon.eu

www.linkedin.com

www.londonstockexchange.com

www.londonstockexchange.com

www.milanofinanza.it/

www.minibonditaly.it

www.mise.gov.it/

www.nabarro.com

www.osservatorioair.it

www.osservatoriominibond.it

www.pmi.it

www.professionisti.it/

www.sviluppoeconomico.gov.it

www.tesoro.it

www.workinvoice.it